

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA

EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty podniku Alfa

Determination of the Value of the Company Alfa

Student: Bc. Lucie Půlová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2017

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra podnikohospodářská

Zadání diplomové práce

Student:

Bc. Lucie Půlová

Studijní program:

N6208 Ekonomika a management

Studijní obor:

6208T020 Ekonomika podniku

Téma:

Stanovení hodnoty podniku Alfa
Determination of the Value of the Company Alfa

Jazyk vypracování:

čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska stanovení hodnoty podniku
 3. Charakteristika podniku Alfa
 4. Aplikace vybraných metod oceňování na daný podnik
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 2011. 246 s. ISBN 978-80-247-3647-1.


Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 18.11.2016

Datum odevzdání: 21.04.2017




Ing. Josef Kašík, Ph.D.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal
děkan fakulty

Prohlášení o samostatném vypracování diplomové práce

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne: 21.4.2017

Lucie Pilová

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala Ing. Josefu Kašíkovi, Ph.D. za cenné připomínky a odborné rady při konzultacích této diplomové práce, a paní finanční ředitelce z podniku Alfa za poskytnutí důležitých informací týkajících se interních činností podniku.

Obsah

Obsah.....	3
1 Úvod.....	5
2 Teoretická východiska stanovení hodnoty podniku.....	6
2.1 Vymezení základních pojmů	6
2.1.1 Pojem hodnota podniku.....	7
2.1.2 Pojem oceňování	7
2.1.3 Kategorie hodnoty	8
2.2 Důvody pro ocenění podniku a jejich právní úprava.....	11
2.3 Postup při oceňování podniku	12
2.3.1 Sběr vstupních dat	12
2.3.2 Analýza dat.....	14
2.3.3 Sestavení finančního plánu.....	24
2.3.4 Ocenění.....	25
2.4 Diskontní míra	26
2.5 Metody pro oceňování podniku	26
2.4.1 Výnosové metody oceňování	27
2.4.2 Tržní metody ocenění.....	32
2.4.3 Majetkové metody ocenění	33
3 Charakteristika podniku Alfa.....	34
3.1 Základní údaje podniku Alfa	34
3.2 Charakteristika odvětví.....	35
4 Aplikace vybraných oceňovacích metod na daný podnik.....	35
4.1 Strategická analýza oceňovaného podniku.....	36

4.1.1	Analýza vnějšího potenciálu	36
4.1.2	Analýza vnitřního potenciálu	44
4.1.3	Prognóza budoucích tržeb	57
4.2	Provozně nutný majetek podniku Alfa	58
4.3	Analýza a prognóza generátorů hodnoty	60
4.4	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	62
4.5	Finanční plán	63
4.6	Ocenění podniku Alfa.....	64
4.6.1	Účetní hodnota	64
4.6.2	Náklady kapitálu	65
4.6.3	Ocenění podniku Alfa na metodou diskontovaného cash flow	66
5	Závěr	68
	Seznam použité literatury	69
	Seznam zkratek	71
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	
	Přílohy	

1 Úvod

Oceňování podniku patří mezi významné oblasti finančního řízení a rozhodování podniku. Rostoucí význam oceňování v současné době je ovlivněn také novodobými trendy současné ekonomiky, jako je rostoucí počet fúzí či akvizicí nebo rozšiřování trhů, což souvisí s potřebou čelit stále sílící celosvětové konkurenci. Tyto nové trendy související s globalizací zasahují nyní také do ekonomického dění v České Republice, a to stále výrazněji.

Proces oceňování podniku je procesem složitým a neobejde se bez jisté míry subjektivity. Je velmi ovlivněn také vybranou oceňovací metodou, která závisí na účelu, za jakým je oceňování daného podniku prováděno. Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty konkrétního podniku, který je uveden pod fiktivním názvem Alfa. Hodnota tohoto podniku bude stanovena prostřednictvím vybraných metod oceňování podniku.

Diplomová práce je rozdělena do pěti hlavních kapitol, včetně úvodu. Samotné části věnované ocenění podniku Alfa předchází část teoretická (kapitola 2), kde budou vymezena důležitá teoretická východiska pro oceňování podniků. Nejvíce prostoru bude věnováno postupu ocenění a poté popisu jednotlivých oceňovacích metod, a to zejména těch, které se stanou východiskem pro vypracování praktické části práce.

Následující třetí kapitola obsahuje představení oceňovaného podniku, a tedy především jeho zaměření a popis základních funkcí. Následná čtvrtá kapitola je praktickou částí této diplomové práce, kde bude pomocí vybrané metody stanovena hodnota podniku Alfa.

Diplomová práce bude zakončena pátou kapitolou, ve které budou shrnuty stěžejní poznatky a vyvozeny závěry, vyplývající z analytické části této diplomové práce.

2 Teoretická východiska stanovení hodnoty podniku

V teoretické části této diplomové práce budou objasněny základní principy oceňování podniků. Úvodem je třeba vymezit samotný pojem hodnota podniku a jeho možné výklady z různých úhlů pohledu. To je předmětem kapitoly 2.1, kde se rovněž nachází stručná charakteristika nejdůležitějších předpisů zabývajících se těmito pojmy. Dále je nutné určit důvody, které k oceňování podniku mohou vést, neboť právě ty jsou rozhodující pro výběr správné metody oceňování. Základní důvody oceňování budou předmětem podkapitoly 2.2. Následně je představen doporučený postup při oceňování podniku (kapitola 2.3). K oceňování podniku je možné použít několik různých přístupů, jež budou rozvedeny v podkapitole 2.4. V této podkapitole jsou rozvedeny jednotlivé metody oceňování podniku. Největší pozornost bude věnována metodám oceňování, na jejichž pravidlech bude postaveno stanovení hodnoty konkrétního vybraného podniku, tedy metodám výnosovým.

2.1 Vymezení základních pojmů

Při vymezování základních pojmů týkajících se oceňování podniku je možné využít některých předpisů, kde lze mimo základní definice nalézt také určité rámcové zásady, které by měly být při oceňování zohledněny. K nejdůležitějším patří Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards – IVS, které jsou vydávány výborem pro Mezinárodní oceňovací standardy (Mařík, 2011).

Výbor pro Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards Council – IVSC) je nezávislá nezisková organizace, která zveřejňuje všeobecně uznávané zásady pro oceňování majetku v rámci celého světa. Účelem těchto standardů je globálně harmonizovat oceňování, tedy vytvořit jednotný rámec, o který se mohou oceňovatelé opřít, dále zvýšit soudržnost, transparentnost a důvěru v oceňování, a tím celosvětově podpořit efektivitu kapitálových trhů a veřejný zájem. Tyto standardy jsou neustále aktualizovány, nově výbor uvádí na trh jejich nejnovější verzi, IVS 2017. Je v nich obsaženo pět obecných norem (General Standards) a šest majetkových norem (Asset Standards). Všeobecné normy vymezují některé podmínky pro proces oceňování, jako je oceňování zakázek, oceňovací přístupy, podávání zpráv, základy hodnoty. Majetkové standardy obsahují požadavky, které se týkají konkrétních druhů aktiv a specifické požadavky týkající se obecných přístupů a metod oceňování (oficiální stránky IVSC).

2.1.1 Pojem hodnota podniku

Úvodem je třeba vymezit základní pojem, kterým je hodnota podniku. **Hodnota obecně** je v ekonomické teorii definována jako určitý, jednoznačně definovaný vztah mezi určitým subjektem a objektem, přičemž se předpokládá racionální chování. V tomto smyslu se může jednat o vztah mezi jakýmkoli subjekty a objekty (Peemöller, 2015). Hodnotu ve smyslu **hodnoty podniku** lze definovat jako „*teoretické ocenění, které provádí hodnotitel ve vztahu k ostatním statkům, přičemž nejčastější formou vyjádření hodnoty je v současné době bezesporu peněžní částka*“ (Kašík, Franek, 2015, s. 69). Nejedná se o skutečnou částku, nýbrž o odhad pravděpodobné částky, za kterou by podnik - například v případě ocenění pro účely prodeje - mohl být prodán či koupen. Situace je navíc komplikována faktem, že lze rozlišit několik typů hodnoty (Kašík, Franek, 2015; Mařík, 2011). Protože každé ocenění musí být prováděno v souladu s tím, jaký typ hodnoty je cílem nalézt, v kapitole 2.1.3 jsou rozdíly mezi jednotlivými typy rozvedeny. Pojem hodnota navíc nelze zaměnit s pojmem **cena**, neboť „*cenou se rozumí konkrétní zaplacená částka za podnik v daném čase a místě*“ (Dluhošová, 2010, s. 171).

2.1.2 Pojem oceňování

Na tomto místě je vhodné vyjasnit, jak je na tento pojem pohlíženo v zahraniční praxi a v České republice. Dle Krabec (2009) se v **rámci světové praxe** rozlišují dvě terminologické roviny, a to:

- oceňování (Appraisal) – stanovená hodnota je platná pro určitý účel, například v souvislosti s daňovou regulací,
- ohodnocování (Valuation) – hodnota je stanovena pro účely tržních transakcí.

Co se týká **české praxe**, nejtypičtější formou ocenění v České republice jsou znalecké posudky, kdy je ocenění prováděno znalcem, který je povinen se řídit předem definovaným zadáním.

Výsledkem celého procesu oceňování je stanovení částky, kterou je vyjádřena hodnota podniku. Jak uvádí Dluhošová (2010), výsledkem ocenění většinou není jediná hodnota, ale interval hodnot.

2.1.3 Kategorie hodnoty

V souvislosti s oceňováním existuje několik kategorií (typů) hodnot, jejichž vznik je podmíněn snahou nalézt odpověď na následující otázky (Mařík, 2011):

- kolik by bylo možné získat za podnik na trhu,
- jakou hodnotu má podnik pro konkrétního kupujícího,
- a jaká hodnota by mohla být považována za nejméně spornou.

Na tomto základě je možné rozlišit jednotlivé kategorie hodnot, kterými jsou: tržní hodnota, investiční (subjektivní) hodnota, objektivizovaná hodnota a hodnoty Kolínské školy (Mařík, 2011).

Tržní hodnota

Podobně jako vzniká vzájemným působením nabídky a poptávky tržní cena statků a služeb, tak i na trhu s podniky, respektive s podíly na vlastním kapitálu, vniká tržní cena tohoto kapitálu, která se označuje jako tržní hodnota. Předpokladem je fungující, rozvinutý a transparentní trh. V tom případě lze za tržní cenu považovat odhad rovnovážné ceny na trhu. V případě nedostatečně fungujícího trhu je však možný pouze intervalový odhad, jež může být dosti široký.

Dle Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS) je tržní hodnota definována jako *„odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“* (Mařík, 2011, s. 22). Odhadnutou částkou se přitom rozumí nejlepší možná rozumně dostupná cena, a to jak z hlediska prodávajícího, tak i z pohledu kupujícího. Stanovená tržní hodnota je časově omezena, s měnícími se tržními podmínkami se může také měnit. Z definice rovněž vyplývá, že mezi kupujícím a prodávajícím neexistuje blízký nebo zvláštní vztah, (například se nejedná o mateřskou a dceřinou společnost), neboť by cena byla tímto vztahem zkreslena. Náležitým marketingem je myšlena skutečnost, že majetek je vystaven na trhu dostatečně dlouhou dobu na to, aby jej mohl zaregistrovat odpovídající počet potenciálních kupujících. Žádná ze stran není do transakce tlačena ani nucena.

Dalším důležitým rysem tržní hodnoty je, že nejsou brány v úvahu náklady prodeje nebo koupě a také související daně. Protože je tržní hodnota sjednaná na volném trhu, musí být při oceňování proveden adekvátní průzkum trhu. Tržní hodnota může být také zjištěna různými druhy metod, například metodou kapitalizovaných výnosů, nicméně je třeba vždy přihlížet k tržní situaci (Mařík, 2011).

Investiční hodnota

Hodnota v tomto případě není definována pravděpodobnou tržní cenou, nýbrž je utvářena na základě individuálního názoru kupujícího, prodávajícího nebo vlastníka. Na podnik je zde pohlíženo jako na méně likvidní aktivum, které je obchodováno na zcela odlišných trzích, než je kupříkladu trh akcií. Podnik má povahu fixního aktiva, které je jedinečné, a proto i jeho hodnota je jedinečným jevem. Takto pojímaná hodnota tedy odpovídá na otázku: „Jakou má konkrétní podnik hodnotu pro konkrétního kupujícího?“. Investiční, nebo také subjektivní hodnota, je Mezinárodními oceňovacími standardy definována následovně: *„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku“* (Mařík, 2011, s. 26).

Takováto hodnota je dána výší očekávaného užitku z majetku pro konkrétního účastníka transakce. Je třeba zdůraznit, že očekávaný užitek je odhadován managementem oceňovaného podniku, a koresponduje tak s jeho představami o budoucích peněžních tocích. Tyto představy mohou, ale nemusí odpovídat skutečnému vývoji.

Objektivizovaná hodnota

Jak uvádí Mařík (2011), hodnota podniku nepatří mezi objektivní vlastnosti podniku, proto čistě objektivní hodnota podniku prakticky neexistuje. Proto vznikl pojem objektivizovaná hodnota. Definici objektivizované hodnoty lze nalézt v německých oceňovacích standardech. Český překlad této definice zní dle Mařík (2011, s. 27) takto: *„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude*

pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku“. Smyslem oceňování objektivizovanou hodnotou je nalézt odpověď na otázku: Jaká hodnota mohla být považována za nejvíce přijatelnou, respektive za nejméně spornou? Takovou hodnotu lze získat výpočtem, kdy se vychází z hodnoty budoucích výnosů z hlediska vlastníka. Při výpočtu jsou zohledněna tržní šance a rizika, finanční možnosti podniku i další faktory. Odhad budoucích výnosů zde nezávisí na subjektivních představách, ale naopak se pracuje s všeobecně uznávanými daty. Je důležité podotknout, že jsou v úvahu brány všechny prokazatelné výnosové faktory, které podnik vykazuje ke dni ocenění. Nepočítá se tedy například s budoucími investicemi, které nejsou dosud v podniku zdokumentovány. Ve druhé fázi jsou brány v úvahu faktory týkající se budoucího vývoje, a teprve ve třetí fázi je započtena také subjektivní složka (Mařík, 2011).

Kolínská škola

Podnětem pro vznik této koncepce byla skutečnost, že evropský kapitálový trh není dosud dostatečně rozvinutý, což přináší obtíže při aplikaci tržní metody. Z tohoto důvodu je třeba oceňování založit na subjektivní hodnotě, přičemž se v rámci Kolínské školy rozlišuje subjektivní hodnota prodávajícího a subjektivní hodnota kupujícího. Proces ocenění je namísto jednotlivých faktorů závislý na obecných funkcích důležitých z hlediska uživatele výsledků ocenění. Mezi základní funkce oceňování dle Kolínské školy patří: funkce poradenská, funkce rozhodčí, funkce argumentační, funkce daňová a funkce komunikační. Každé z těchto funkcí je přidružen určitý typ hodnoty. **Poradenská funkce** je charakterizována tzv. **hraničními hodnotami**, které informují kupní strany o maximální a minimální ceně podniku. **Maximální cenou** je nejvyšší cena, kterou může kupující zaplatit ještě bez toho, aby na koupi prodělal. Naopak **minimální cenou** je nejnižší možná cena, kterou připustí prodávající, aniž by na prodeji prodělal. Je-li hraniční hodnota kupujícího vyšší než hraniční hodnota prodávajícího, potom vzniká prostor pro cenové vyjednávání. Hraniční hodnoty jsou subjektivním odhadem každé z obou stran a odhad jedné strany není jeho protistraně znám. Podle Vochozka (2011) stanovují prodávající a kupující svou subjektivní hodnotu na základě rozdílných aspektů. Prodávající často do tohoto odhadu zakomponují vliv nově vytvářených kontraktů či vývoj nových výrobků. Prodávající však nemusí těmto aspektům přikládat takovou váhu jako kupující, u kupujícího spíše záleží na motivu koupě daného podniku. **Rozhodčí funkci** zastává nezávislý oceňovatel, jenž by měl být schopen odhadnout maximální a minimální cenu, a následně v rozpětí mezi těmito hranicemi nalézt spravedlivou hodnotu. Obsahem

argumentační funkce je nalézt relevantní argumenty jedné či druhé strany, prostřednictvím kterých daná strana získává výhodu při vyjednávání. Smyslem **daňové funkce** je poskytnout podklady pro zjištění výše příslušné daně. Poslední, **komunikační funkce** slouží ke komunikaci s veřejnými subjekty, jako jsou banky a investoři (Mařík, 2011).

2.2 Důvody pro ocenění podniku a jejich právní úprava

Ocenění podniku vždy slouží ke konkrétnímu účelu a vychází proto z různých podnětů. Mařík (2011) rozděluje tyto podněty do dvou hlavních skupin podle toho, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví, či nikoliv.

Pokud se jedná o ocenění, které souvisí s vlastnickými změnami, potom je ocenění dáno těmito podněty: koupě a prodeje podniku na základě smlouvy o koupi závodu, nepeněžitý vklad do obchodní korporace, veřejný návrh na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů, nucený přechod účastnických cenných papírů (squeeze-out), povinná nabídka na převzetí při ovládnutí cílové společnosti, dále fúze a rozdělení společností. Oceňování v souvislosti s takovými skutečnostmi, kdy ke změnám vlastnictví nedochází, je podmíněno: změnou právní formy společnosti, zastavením podílu v korporaci, poskytováním úvěru a sanací podniku (Mařík, 2011).

Právní úprava těchto důvodů doznala v České republice v posledních letech značných změn, neboť došlo ke změnám právních předpisů. Do konce roku 2013 byly výše uvedené skutečnosti související s vlastnickými změnami upraveny především v Zákoně č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (dále jen „obchodní zákoník“). Nyní jsou však v působnosti **Zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích**. Některé části obchodního zákoníku byly nahrazeny ustanoveními **Zákona č. 89/2012, Sb., občanský zákoník** (Kozieł, 2014), to se zde týká ocenění spjatého se zastavením podílu v korporaci. V souvislosti se změnou právní formy, fúzí a rozdělením je třeba zmínit **Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev**. Povinná nabídka na převzetí při ovládnutí cílové společnosti je charakterizována v **Zákoně č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí**.

2.3 Postup při oceňování podniku

Přestože v odborné literatuře lze nalézt postupy při oceňování podniků, jedná se o postupy doporučené a nezávazné. Navíc je třeba přihlížet ke konkrétním okolnostem oceňování, jako je zvolená oceňovací technika, důvodu ocenění a k mnohým dalším. Přesto lze vymezit několik obecných kroků, které mohou být použity víceméně v každém případě. Jedná se o následující činnosti (Mařík, 2011):

1. sběr vstupních dat,
2. analýza dat,
3. sestavení finančního plánu,
4. ocenění.

V následujících podkapitolách (body 2.3.1 až 2.3.4) budou jednotlivé kroky představeny blíže. Důraz bude kladen především na analýzu dat, u níž bude objasněn podrobný postup.

2.3.1 Sběr vstupních dat

Pro každý konkrétní případ je nutné si nejprve vymezit účel ocenění a kategorii hodnoty, kterou chceme nalézt. Poté již dochází ke shromažďování vstupních údajů, které lze uspořádat do sedmi hlavních skupin:

1. Základní informace o podniku

Patří zde základní data identifikující daný podnik, jako je název, právní forma, IČ, řídicí struktura, historie podniku, rozdělení majetkových podílů apod. Zdrojem takovýchto informací může být například obchodní rejstřík firem.

2. Ekonomická data

V tomto případě se čerpá z výročních zpráv a účetních výkazů (je třeba vycházet z alespoň za poslední 3 roky), dále ze zpráv auditorů a také podnikových plánů, pokud jsou k dispozici.

3. Charakteristika relevantního trhu

Je velmi důležité definovat trh, na kterém daný podnik působí. Oceňovatele zajímá velikost trhu a jeho vývoj včetně faktorů vývoje, segmentace a faktory atraktivity tohoto relevantního trhu.

4. Struktura konkurence na relevantním trhu

Znamená to shromáždit údaje především o hlavním přímých konkurentech a o možných substitutech našich produktů. Dalším bodem je vymezení bariér vstupu do daného odvětví a zjištění relace sil oceňovaného podniku k silám jeho odběratelů a dodavatelů.

5. Marketing a odbyt

Na tomto místě provádíme analýzu celého našeho marketingového mixu. Jedná se o analýzu hlavních výrobků, struktury odbytu z hlediska výrobků, odběratelů i územní struktury a také zhodnocení distribučních cest. Dále jsou zde údaje o cenové politice a porovnání cen s konkurenčními výrobky, informace o způsobu propagace včetně výdajů na reklamu a jejich porovnání s konkurencí. Součástí tohoto souboru jsou i údaje o výzkumu a vývoji a jeho hlavních výsledků.

6. Výroba, dodavatelé

Do této skupiny dat náleží informace o řízení kvality včetně certifikátů kvality, údaje o typu výroby a úrovni používaných technologiích, využití kapacit, o stavu dlouhodobého hmotného i nehmotného majetku (včetně plánu budoucích investic) a také informace o dodavatelích jako je jejich struktura či úroveň logistiky a stav zásob.

7. Zaměstnanci

Do této skupiny údajů spadají data o vlastních pracovnících podniku, stav a fluktuace, pracovní atmosféra a také produktivita práce. Důležitou položkou jsou také vykazované osobní náklady. Sleduje se také situace na pracovním trhu.

2.3.2 Analýza dat

Po shromáždění vstupních dat následuje jejich podrobná analýza. Tento krok je poměrně rozsáhlý a zahrnuje strategickou analýzu, analýzu finančního zdraví podniku, zařazení aktiv do skupin podle provozní nutnosti, analýzu a předpověď generátorů hodnoty a orientační ocenění na základě těchto generátorů hodnoty.

2.3.2.1 Strategická analýza

Její funkcí je určení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku, který je dán vnějším a vnitřním potenciálem podniku. Vnější potenciál jsou šance a rizika prostředí jako trhu, odvětví nebo národního hospodářství. Vnitřní potenciál je dán silnými a slabými stránkami podniku, kde rozhodujícími jsou konkurenční výhody podniku. Mařík (2011) považuje strategickou analýzu za důležitý předpoklad věrohodnosti výsledného ocenění, proto musí mít tato analýza konkrétní výsledky. Jedná se o tyto výstupy:

- Dlouhodobé perspektivy podniku

Závěry z této otázky ovlivní hlavně volbu oceňovací metody. Ukáže-li se kupříkladu podnik jako neperspektivní, jeho životnost je evidentně omezena, potom se zvolí ocenění likvidační hodnotou. Mařík (2011) doporučuje stavět na základě strategické analýzy, poté ji doplnit o finanční analýzu a následně o finanční plán. Tato posloupnost kroků je odůvodněna tím, že pokud již strategickou analýzou prokážeme, že podnik není perspektivní, není již třeba provádět pracnou a nákladnou finanční analýzu a finanční plán. Tyto analýzy by se měly stát podkladem pro volbu základních předpokladů pro ocenění, která je tímto řádně zdůvodněna a postavena na faktech, a nikoli pouze na odhadech oceňovatele.

- Vývoj tržeb podniku

Pokud podnik vykáže dle předchozího bodu alespoň nějaký potenciál, pak následuje dlouhodobá prognóza tržeb tohoto podniku, což patří mezi rozhodující prvky ocenění.

- Rizika spojená s podnikem

Rizika jsou dána intenzitou konkurence, stabilitou odbytu a mnoha dalšími faktory. Mají vliv na volbu diskontní míry při výnosovém ocenění, ale mělo by k nim být přihlíženo bez ohledu na oceňovací techniku.

Vlastní postup strategické analýzy zahrnuje tři kroky:

1. Analýza vnějšího potenciálu – vymezení a prognóza relevantního trhu

Tento krok je třeba započít jednoznačným vymezením relevantního trhu, a to dle produktu, území a konkurentů, a to tak, abychom mohli získat o trhu **základní údaje**, posoudit jeho **atraktivitu** a poté vypracovat **prognózu jeho dalšího vývoje**. Mezi základní data o trhu patří velikost trhu (v hmotných i peněžních jednotkách), jeho vývoj (časové řady) a segmentace. Velikost trhu je určena velikostí poptávky (celkových prodejů), sledujeme i vývoj cen (a to s přihlédnutím k vývoji kvality). Lze využít statistik o spotřebě (spíše u spotřebního zboží), statistiky Českého statistického úřadu, Ministerstva průmyslu a obchodu (ale zde je předpokladem neexistence značného dovozu), v odvětví s významným importem a exportem je třeba od součtu tržeb odečíst vývoz a přičíst dovoz (pokud zjišťujeme spotřebu v tuzemsku). Na základě tempa růstu trhu odhadneme budoucí tempo růstu trhu, z čehož vychází prognóza tržeb oceňovaného podniku. Následuje analýza atraktivity trhu, která mimo jiné tvoří podklad pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru. Faktory, které atraktivitu trhu ovlivňují, jsou především tyto: růst trhu, velikost trhu, intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, substituty, bariéry vstupu, citlivost trhu na hospodářský cyklus a struktura a charakter zákazníků. Atraktivita trhu by měla být brána jako faktor perspektivnosti podniku i jako faktor vývoje tržeb a lze ji určit například z hlediska jednotlivých odvětví na trhu. Co se týká prognózy vývoje trhu, ta je sestavována různě podle typu ocenění. Při subjektivním vyjdeme z názoru poradce (viz kap. 2.1.3). U tržního ocenění naopak z názorů odborné veřejnosti a tato prognóza musí alespoň částečně korespondovat s prognózou ukazatelů národního hospodářství, například HDP. Při objektivizovaném ocenění vyjdeme ze současného stavu a prokazatelných tendencí dalšího vývoje. Faktory ovlivňující prognózu je třeba volit s ohledem na danou situaci, obecně nás zajímají tyto faktory: národohospodářské ukazatele (HDP), dále obecné faktory poptávky (ceny, příjmy na obyvatele, počet obyvatel) a faktory specifické pro dané určitou skupinu produktů (módní trendy, spotřební zvyklosti). Pokud pro výběr a analýzu faktorů není možno nechat provést marketingovou studii relevantního trhu, musí faktory vybrat sám oceňovatel s pomocí statistických metod, například pomocí metody **vícenásobné regresní analýzy**. Pro vlastní prognózu trhu lze využít především tyto nástroje:

- analýzu časových řad a jejich extrapolace,
- jednoduchou a vícenásobnou regresní analýzu,
- odhady budoucího vývoje pomocí porovnání se zahraničím a další.

Závěrem k prognóze trhu je třeba zdůraznit, že intuitivní odhad oceňovatele pro kvalitní prognózu nestačí a je třeba ho podložit analýzami. Intuici je tedy třeba skombinovat s odpovídající technikou. Prognóza vývoje trhu má být v kvalitativní i v kvantitativní podobě.

2. Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

Cílem další části strategické analýzy je odhad tržních podílů oceňovaného podniku do budoucna. Nejprve se stanovují **dosavadní tržní podíly daného podniku**, a to v penězích i ve fyzických jednotkách (pokud je to možné), a také jejich vývoj. Tržní podíl je vypočten jako poměr tržeb oceňovaného podniku a velikosti relevantního trhu. Pokud nelze určit velikost trhu, provede se odhad, jež vychází z produkce hlavních konkurentů a tržní podíl je odhadnut jako podíl na součtu tržeb hlavních konkurentů. Následuje **identifikace hlavních konkurentů**. Poté se zjišťují potřebná data o této konkurenci, především jejich finanční výsledky, aby z nich bylo možné zhodnotit konkurenční sílu, a také objasnit vývoj tržního podílu. Tato data lze získat z odborného tisku, důvěryhodných databází, pomocí rozhovoru s odborníky na dané odvětví a také se zaměstnanci oceňovaného podniku. Dalším krokem analýzy konkurenční síly je **analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly daného podniku**. Touto analýzou se zjišťuje, do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a do jaké míry naopak čelit možným hrozbám a konkurenci. Konkurenční síla vůči hlavním konkurentům se zjistí zhodnocením konkurenční strategie, konkurenčních výhod, a tedy celkové konkurenční síly oceňovaného podniku. Mařík (2011) považuje tuto část za druhou klíčovou záležitost ocenění.

Je vhodné přihlédnout také k fázi životního cyklu, v jakém se podnik nachází. Pokud se však podnik nachází ve fázi zrodu, nebo ve fázi rozvoje, je velmi obtížné posuzovat jeho perspektivnost. Konkurenční síla podniku se má odrážet ve schopnosti udržovat či zvyšovat podíl na trhu. Využívá se fundamentální analýza, která je založena na analýze hlavních faktorů, které ovlivňují tržní podíly. Tyto faktory je třeba volit s ohledem na konkrétní situaci. Obecně se však jedná o faktory:

- manažeři a řízení podniku,
- výkonný personál,
- inovační síla podniku,

- dlouhodobý majetek a investiční politika,
- výrobní mix,
- ceny,
- reklama,
- odbytové cesty.

Výsledky analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku se mají promítnout do odhadu tržního podílu, posouzení perspektivnosti podniku a také do prvků ocenění, které zachycují riziko, jako je především diskontní míra. Výsledky je vhodné zpracovat do **diagramu konkurenční síly podniku**, který se stane také podkladem pro prognózu tržeb.

3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Tento krok je výsledkem předchozích dvou kroků (bodů 1. a 2.). Mimo to vycházíme z analýzy časových řad tržeb dané firmy a jejich extrapolace. Zhodnotíme perspektivnost podniku pomocí Bostonské matice, kde je zachyceno kritérium konkurenční síly a atraktivity trhu. Pokud jsme v předchozích krocích našli tyto dva parametry, nanese je do matice a zjistíme tak pozici daného podniku v rámci této matice a tím také jeho perspektivnost. Matici lze upravit pro potřeby konkrétního ocenění. Potom následuje vlastní prognóza růstu tržeb. Odhad tempa růstu tržeb daného podniku se získá vynásobením tempa růstu dle analýzy a prognózy trhu a tempem růstu tržního podílu podle analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku. Tento výsledek se poté porovná s analýzou dosavadního růstu tržeb a jeho extrapolací. Pokud se tyto růsty výrazně liší, může to značit nesprávný odhad, nebo je tento rozdíl dán změnou analyzovaných faktorů.

2.3.2.2 Analýza finančního zdraví podniku

Při posouzení finanční stránky podniku je nezbytné vytvořit finanční analýzu. Ta plní pro účely oceňování dvě základní funkce, a to jednak prověření finančního zdraví podniku, a jednak poskytnutí základu pro finanční plán jako východisko výnosové hodnoty. Úkolem oceňovatele je z finanční analýzy vyvodit závěry, které se promítnou do ocenění jako doplnění vyvozené perspektivnosti plynoucí ze strategické analýzy a také jako doplnění podkladů pro stanovení rizika podniku. Chceme zjistit, zda podnik nevykazuje v současnosti závažné finanční potíže, které by mohly ohrozit jeho perspektivu. Postup finanční analýzy v rámci ocenění je následující:

1. Prověření úplnosti a správnosti vstupních dat

Mezi vstupní data pro finanční analýzu patří především informace z účetní závěrky (Vochozka, 2011). Při posouzení, jak jsou data v účetních výkazech průkazná a jak jsou úplná, lze vycházet ze závěrů auditora. Pokud to učinit nelze, potom musí oceňovatel prověřit toto sám, nebo s pomocí spolupracovníka. Některé důležité informace navíc nelze z účetních výkazů vyčíst, proto je musí oceňovatel získat z jiných zdrojů (Mařík, 2011).

2. Zpracování analýzy účetních výkazů

Jedná se o analýzu rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow. **V případě rozvahy** je pro oceňování důležité zjistit trendy vývoje pomocí výkazů za více účetních období a velmi vhodné je vytvořit srovnání se srovnatelnými podniky. Analyzuje se stav i vývoj aktiv i pasiv podniku, a také relace mezi položkami aktiv a pasiv, například mezi dlouhodobým majetkem a dlouhodobými pasivy nebo mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími pasivy. Velmi důležité je zohlednit přístup k účetnímu oceňování, a to zejména u aktiv. Konkrétně se jedná hlavně o metody odepisování, tvorba opravných položek a rezerv, způsob oceňování zásob (metoda FIFO, průměrných zásob apod.) a jejich skutečná ekonomická hodnota a prodejnost. Problémem jsou nehmotná aktiva. Ačkoli bývají pro ocenění důležitější než aktiva hmotná, v účetních výkazech nejsou zdaleka úplně zachycena, a proto není snadné je ocenit. U zásob je kromě techniky ocenění také důležité srovnání účtovaných hodnot s cenami zásob na aktuálním trhu. Další problematickou částí bývají pohledávky, jelikož mohou být nadhodnoceny, a to zejména, pokud k nim podnik nevytváří včas opravné položky. Závazky bývají podhodnoceny zejména u firem, které chtějí být co nejrychleji prodány. Naopak nadhodnocené závazky se vyskytují u firem, které se snaží odradit nežádoucí kupce. **V rámci výkazu zisku a ztráty** se zkoumá, jak jednotlivé položky ovlivnily výsledek hospodaření. Je třeba také sledovat i dílčí výsledky hospodaření, tedy provozní a finanční. I zde je třeba pohlížet na účetní techniky podniku, jako je oceňování zásob nebo tvorba rezerv. **Výkaz cash flow** odráží skutečné peněžní toky podniku. Celkový peněžní tok je saldem provozních, investičních a finančních toků. Dle Mařík (2011) právě peněžní toky mají nejbližší k hodnotě podniku ze všech účetních veličin.

3. Analýza poměrových ukazatelů

Existuje nepřehledné množství poměrových ukazatelů, proto bývají klasifikovány do syntetických skupin. Nejčastější uspořádání je následující: ukazatele likvidity, rentability, aktivity a ukazatele zadlužení. Mařík (2011) doporučuje nejprve zjistit krátkodobou likviditu podniku (tedy schopnost podniku hradit své závazky v horizontu 1 roku), poté ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy (schopnosti hradit dlouhodobé závazky) a poté výnosnost (tedy rentabilitu) a ostatní ukazatele. Vazby mezi ukazateli lze zjistit pomocí pyramidového rozkladu. Vzorce vybraných poměrových ukazatelů použitých v této diplomové práci jsou uvedeny v příloze 2.

4. Zpracování souhrnného zhodnocení zjištěných poznatků

Souhrnně lze finanční zdraví podniku vyjádřit pomocí intuice a zkušenosti finančního analytika, nebo s využitím bodovacích metod (kde se přidělují body nebo známky jednotlivým ukazatelům a spočítá se výsledná známka jako průměr známek těchto ukazatelů), nebo s pomocí různých souhrnných modelů, jako je Altmanův model nebo souhrnný index finanční důvěryhodnosti IN. Indexy IN byly vytvořeny v českých podmínkách, a proto jsou v nich zohledněny například české účetní zvláštnosti. Existuje několik variant indexů IN, například první věřitelská varianta IN95, vlastnická varianta IN99 nebo komplexní IN01. Pro účely této diplomové práce bude využit původní index IN95, charakterizován následující rovnicí:

$$IN95 = 0,022 \cdot \frac{\text{Aktiva}}{\text{Cizí zdroje}} + 0,11 \cdot \frac{\text{Zisk}}{\text{Nákladové úroky}} + 8,33 \cdot \frac{\text{Zisk}}{\text{Aktiva}} + 0,52 \cdot \frac{\text{Výnosy}}{\text{Aktiva}} + 0,1 \cdot \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Kr. cizí kapitál}} - 16,8 \cdot \frac{\text{Závazky po splatnosti}}{\text{Výnosy}}. \quad (2.1)$$

Zdroj: Vochozka (2011, s. 94)

Násobitelé jednotlivých zlomků ve vzorci jsou váhy jednotlivých poměrových ukazatelů. Podnik je indexem IN95 hodnocen jako bonitní, pokud jeho výsledná hodnota dosahuje alespoň výše 2. Pokud je však výsledná hodnota menší nebo rovna 1, potom je podnik vyhodnocen jako bankrotní. Hodnoty v rozmezí 1 až 2 náleží do takzvané šedé zóny (Vochozka, 2011).

Smyslem finanční analýzy pro ocenění je především jednoznačně určit, zda je podnik zdravý, a tudíž má výhledy do budoucna, nebo nikoli. V případě kladné odpovědi lze použít pro ocenění výnosové metody, pokud je však životnost podniku značně omezena, potom je nejvhodnější uplatnit metodu likvidační hodnoty (Mařík, 2011).

2.3.2.3 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Smyslem tohoto rozdělení je skutečnost, že z části podnikových aktiv neplynou žádné, nebo pouze zanedbatelné příjmy, a pokud ano, jsou takové příjmy spojeny s odlišnými riziky než příjmy ze zbývajících aktiv. Navíc způsob ocenění těchto dvou skupin se může lišit. **Provozně nutná (či potřebná)** aktiva jsou taková aktiva, která podnik potřebuje pro uskutečňování své hlavní činnosti. **Provozně nenutná (nepotřebná)** jsou tedy všechna ostatní aktiva, a ta by měla být oceňována zvlášť. V první řadě je tedy nutné jasně vymezit, co je a co není hlavní činností podniku. Provozně potřebný majetek zahrnuje také přiměřené kapacitní rezervy. Mařík (2011) považuje za provozně nepotřebná aktiva krátkodobé cenné papíry, které nejsou strategickou rezervou, a dále ta část peněžních prostředků, která překračuje 20 % krátkodobého cizího kapitálu. Je však vhodnější si tento limit určit zvlášť pro každý případ, nejlépe po konzultaci s vedením. Provozně nepotřebnými jsou také finanční investice, které mají portfoliový charakter a které tedy nesouvisí přímo se základní činností podniku. Dalším příkladem takového majetku jsou nemovitosti, jež neslouží k hlavnímu zaměření podniku, dále nepotřebné zásoby, nedobytné (avšak v účetnictví stále zachycené) pohledávky či nadbytečné zásoby a kapacity.

Rozčlenění aktiv na provozně potřebná a nepotřebná je následováno určením výše takzvaného **provozně nutného investovaného kapitálu**. Jedná se o kapitál investovaný do provozně nutného majetku za posledních několik let. Bude blíže představen v kapitole věnované metodě diskontovaných peněžních toků. Je však vhodné jej vypočítat právě v této fázi ocenění. Výpočet spočívá v odečtení provozně nepotřebných položek aktiv od celkových aktiv a v odečtení závazků, u nichž nelze spočítat jejich náklady (kupříkladu závazky vůči zaměstnancům nebo vůči státu), od oběžných aktiv. Dále k oběžným aktivům přičteme ostatní aktiva, a naopak od nich odečteme ostatní pasiva. Takto upravená oběžná aktiva se stávají tzv. **upraveným pracovním kapitálem**. Sumarizací takto upraveného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku získáme hledanou výši provozně nutného investovaného kapitálu.

Také výnosy a náklady je třeba rozdělit na ty, které se váží k provozně nutnému majetku, a které nikoli. O tyto položky poté upravíme provozní výsledek hospodaření, čímž získáme takzvaný **korigovaný provozní výsledek hospodaření**. Znamená to přidat k provozního výsledku hospodaření všechny náklady a výnosy, které plynou z provozních aktiv, a naopak vyčlenit ty, jež s provozním výsledkem nesouvisí (např. zisky z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu). Korigovaný provozní výsledek hospodaření tedy plyne pouze z provozně nutného

investovaného kapitálu. Je velmi významný především v rámci výnosových metod ocenění. Mařík (2011) navíc doporučuje použít hospodářský výsledek před odpočtem odpisů, jelikož ty je vhodnější analyzovat teprve v rámci analýzy a prognózy investic do dlouhodobého majetku.

2.3.2.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty jsou souborem několika základních podnikohospodářských veličin, jež jsou společně určující pro hodnotu podniku. Jsou však také určeny s ohledem na konkrétní přístup k oceňování podniku. Po výběru těchto rozhodujících veličin je možné se na ně zaměřit a provést jejich důkladný rozbor. Počet těchto ukazatelů by neměl být příliš velký, jinak by podnikoví manažeři neměli dostatečný přehled o tom, na jaké hodnoty soustředit. Copeland (2000) uvádí, že výhodná velikost souboru je v rozmezí od 5 do 10 veličin.

Prognóza těchto faktorů má být základním podkladem pro tvorbu finančního plánu, ten tedy musí na tuto prognózu navazovat. Základními generátory hodnoty jsou rentabilita investovaného kapitálu, riziko a tempo růstu. Riziko bude objasněno v souvislosti s diskontní mírou v kapitole 2.4. Tempo růstu je utvářeno na základě prognózy vývoje tržeb. Představa o budoucích **tržbách** by měla být již částí strategické analýzy, v této fázi se navíc přihlíží ke kapacitním možnostem podniku. Druhým nejdůležitějším generátorem hodnoty je **provozní zisková marže**. Je to provozní výsledek hospodaření před odpočtem daní a odpisů. Vzorec pro výpočet je následující:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsl.hospodaření před daněmi}}{\text{Tržby}}, \quad (2.2)$$

Zdroj: Mařík (2011, s.127)

Prognóza této veličiny může být vytvořena na základě sladění dvou nezávislých prognóz – „prognóza shora“ a „prognóza zdola“. Východiskem je předpověď shora, kdy se odhad budoucího vývoje stanoví na základě vývoje ziskové marže v minulosti. Při prognóze ziskové marže zdola se vychází z prognózy hlavních provozních nákladových položek (osobní náklady, výkonová spotřeba aj.). Po sestavení těchto dvou prognóz následuje jejich vzájemná korekce, čímž získáme jednu řádně ekonomicky zdůvodněnou prognózu. Ziskovou marži ovlivňuje především konkurenční struktura (zde je vhodným nástrojem Porterův model), dále osobní náklady a jiné provozní náklady. V rámci konkurenční struktury má velký význam intenzita přímé konkurence, neboť čím je vyšší, tím budou menší ziskové menší. Naopak vysoká zisková

marže může lákat do odvětví další podniky. Proces ocenění by měl proto být zahrnovat také analýzu konkurenční struktury (Mařík, 2011).

Rentabilita investic vychází z potřeby investic do pracovního kapitálu a do dlouhodobých provozně potřebných aktiv. **Potřeba investic do pracovního kapitálu** je dána náročností růstu výkonů podniku na pracovní kapitál. Zde je účelné využít ukazatel koeficientu náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál, který může být vypočten dle Mařík (2011, s. 136) takto:

$$k_{WC} = \frac{\Delta \text{pracovního kapitálu}}{\Delta \text{tržeb}}, \quad (2.3)$$

Pracovním kapitálem zde odpovídá vymezení provozně nutnému investovanému kapitálu v rámci kapitoly 2.3.2.3. Je vhodné se zaměřit především na položky zásob, pohledávek a krátkodobých závazků. Vycházíme z náročnosti výkonů na tyto položky v minulých letech, poté zjistíme hlavní příčiny minulého vývoje, a nakonec provedeme odhad náročnosti pro budoucí období na základě předpokladů ohledně vlivu zjištěných faktorů. U provozně nutného krátkodobého finančního majetku obvykle postačí například odhad. Obdobně jako u pracovního kapitálu je třeba provést predikci náročnosti výkonů na investice do **provozně nutného dlouhodobého majetku**. Vhodné je vycházet z minulosti a zohlednit míru využití kapacit, aby nedošlo ke zkreslení potřeby investic. Konkrétně lze využít buďto tzv. globálního přístupu, kdy počítáme koeficient náročnosti tržeb na investice brutto, popřípadě koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto (viz vzorec 2.4, uvedený níže), nebo přístupu podle hlavních položek, kdy vycházíme z konkrétních podnikových plánů investičních projektů.

$$k_{DMn} = \frac{\Delta \text{provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{tržeb}}, \quad (2.4)$$

kde: k_{DMb} je koeficient náročnosti tržeb na investice brutto; k_{DMn} je koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto.

Zdroj: Mařík (2011, s. 137)

Třetí možností je přístup založený na odpisech, kde pro růst nebo dlouhodobou existenci podniku je podmínkou, aby se hodnota investic nenacházela pod úrovní odpisů. Odhad investiční náročnosti je velmi důležitou částí prognózy generátorů hodnot. Jak uvádí Mařík (2011, s. 138), „*rozhodující pro dlouhodobou životnost podniku je, zda si dokáže vydělat na investice, které jsou nutné k jeho přežití*“. Vlastní rentabilita investovaného kapitálu je

vypočtena jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu (viz vzorec 2.4).

$$RIK = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi}}{\text{Výše provozně nutného investovaného kapitálu}}, \quad (2.5)$$

kde: RIK je rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu.

Zdroj: Mařík (2011, s. 139)

Dalšími faktory hodnoty mohou být například způsob financování, diskontní míra a předpokládaná životnost podniku.

2.3.2.5 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Na základě předchozích poznatků je již oceňovatel schopen předběžně odhadnout hodnotu podniku. Takovéto ocenění se postaveno na peněžních tocích. Lze využít vzorce pro výpočet volných peněžních toků, který je uveden následovně:

$$FCF_t = X_{t-1} \cdot (1 + g) \cdot r_{ZPx} \cdot (1 - d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (k_{WC} + k_{DMn}), \quad (2.6)$$

kde:

X...velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky,

g... tempo růstu tržeb,

r_{ZPx} ... provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření,

k_{WC} ... koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu,

k_{DMn} ... koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,

t... rok.

Zdroj: Mařík (2011, s. 147)

Ze vzorce je patrné, že volné peněžní toky zde skutečně závisejí na klíčových faktorech ocenění, tedy na generátorech hodnoty. Na základě strategické analýzy (viz. kap. 2.3.2.1) a analýze generátorů hodnoty (kap. 2.3.2.4) lze vyjádřit pravděpodobné rozpětí výnosové hodnoty podniku. Mařík (2011, s. 147) uvádí vzorec pro výpočet této hodnoty, jež má následující podobu:

$$H_b = \frac{X_{t-1} \cdot (1+g) \cdot r_{ZPx} \cdot (1-d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g}. \quad (2.7)$$

Zdroj: Mařík (2011, s. 147)

2.3.3 Sestavení finančního plánu

Je nezbytné především při uplatnění výnosových metod. Finanční plán představuje součást podnikového plánu a jako takový musí být v souladu s dlouhodobou podnikovou strategií. Je tvořen těmito finančními výkazy:

- výkazem zisku a ztráty,
- rozvahou,
- výkazem cash flow.

Kromě finančního plánu jsou podnikové plány tvořeny souborem dalšími podnikovými plány. Jedná se především o plán prodeje, plány pracovních sil, plán produkce a na něho navazující plány kapacit, plán budoucích výnosů a nákladů, plán peněžních toků a plánovaná rozvaha. Při oceňování sestavuje oceňovatel finanční plán (nikoli celý podnikový plán), a to s pomocí konzultace s managementem. Rovněž lze využívat podnikatelské plány zpracované managementem podniku, nicméně na tyto plány nelze automaticky spoléhat, jelikož je to oceňovatel, kdo odpovídá za konečnou verzi podkladů pro ocenění (a to zejména při zjišťování objektivizované či tržní hodnoty). Východiskem pro sestavení finančního plánu je analýza základních generátorů hodnoty, která je popsána v kapitole 2.3.2.4. Tuto analýzu je dále třeba doplnit o následující položky:

1. Plán financování

Je nezbytné vypracovat plán finančních zdrojů, aby byla zajištěna reálnost plánovaných investic i dalších generátorů hodnoty. Je třeba předem stanovit především předpokládané úvěry, jejich splátky i poměr vlastního a cizího kapitálu. Tento plán je také podkladem pro stanovení předpokládaného nákladu kapitálu.

2. Plán hodnot méně významných generátorů hodnoty

Účelem tohoto plánu je spíše zpřesnění ocenění a doplnění již stanoveného plánu hlavních faktorů, jelikož na konečné ocenění nemají tyto veličiny rozhodující vliv. Méně významnými generátory hodnoty mohou být například menší položky nákladů a výnosů. Jejich plánované

hodnoty lze stanovit například odhadem tempa jejich růstu nebo pracovat s jejich konstantní výší.

3. Plán veličin nesouvisejících s hlavním provozem podniku

Mohou být vhodným doplněním hlavních generátorů, především s účelem zajistit kontinuitu časové řady finančních výkazů. Příkladem takových položek je odprodej nepotřebného majetku a s ním spojené zisky z prodeje tohoto majetku.

4. Plán výplat dividend/ podílů na zisku vlastníků

Zahrnutím této položky do finančního plánu je zvýšena jeho věrohodnost, samotný výsledek ocenění by jím však neměl být ovlivněn.

5. Formální dopočty všech ostatních potřebných položek

Aby byl finanční plán zcela kompletní, je také potřebné do něj zapracovat všechny zbývající položky, které nejsou obsaženy v předešlých dílčích plánech. Jedná se například o nerozdělený zisk, fondy ze zisků, celkové peněžní toky apod.

Výstupem sestavení finančního plánu jsou, jak již bylo zmíněno na počátku této kapitoly, sestavené finanční výkazy, a to rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz peněžních toků (cash flow). Následně by měla být sestavena také stručná finanční analýza vytvořeného plánu. Poté je vhodné se navrátit k předchozím krokům a provést jejich korekci v souladu s takto sestavenými výkazy. Pokud například výkaz peněžních toků končí nedostatkem peněžních prostředků, je nutno upravit plánované investice, přehodnotit tempo růstu tržeb, popřípadě situaci vyřešit jinými vhodnými korekcemi (Mařík, 2011).

2.3.4 Ocenění

Po vytvoření finančního plánu je již možné přistoupit k poslední fázi procesu oceňování, a tím je samotné ocenění. V tomto kroku proběhne na základě předchozích poznatků volba oceňovací metody, poté ocenění dle zvolených metod a následně souhrnné ocenění. Volba metody ocenění se neobejde bez znalosti jednotlivých oceňovacích technik. Proto bude charakteristice těchto technik věnována celá kapitola 2.5.

2.4 Diskontní míra

Před charakterizování jednotlivých metod je třeba vymezit ještě jeden pojem, jež je také s oceňováním obvykle bezprostředně spjat, a tím je **diskontní míra**. Je důležitá především v rámci ocenění výnosovými metodami, nicméně některé s ní související principy platí i pro oceňování tržními a majetkovými metodami. „*Diskontní míra je nástroj, pomocí kterého se zpravidla do hodnoty podniku promítá faktor času a faktor rizika*“ (Mařík, 2011, s. 47). Funkcí diskontní míry je zde především vyjádření takové míry výnosnosti (například určitého aktiva), která je očekávána investory s ohledem na výši rizika. Očekávání investorů je závislé na výnosnosti alternativně využitém kapitálu, které se investoři vzdávají investováním do posuzovaného aktiva, tedy na úrovni nákladů ušlé příležitosti, a to při stejné míře rizika (Mařík, 2011).

Faktor času je třeba do ocenění promítnout z toho důvodu, že hodnota podniku závisí budoucím užitku, který bude z držení podniku investorovi plynout. Tento užitek, a tedy i hodnota oceňovaného podniku, je dán **souhrnem očekávaných budoucích příjmů**. A protože příjem, jež je získán dříve má vyšší význam než ten, který je obdržen později, je třeba budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění. Jinými slovy vypočítat současnou hodnotu těchto příjmů. K tomuto přepočtu lze využít metody jednoduchého a složeného úročení. Dle Mařík (2011) se při oceňování ponejvíce uplatňuje vzorec pro výpočet odúročitele, zásobitele a současné hodnoty perpetuity. Tyto vzorce jsou uvedeny v příloze 12. Při kalkulaci diskontní míry je rovněž třeba zohlednit **faktor rizika**. Rizikem se z pohledu oceňování rozumí míra přesnosti, s jakou je možné předvídat hospodářské výsledky podniku. Jeho kvantifikace závisí na durhu rizika. Například jako ukazatel provozního rizika lze využít stupeň provozní páky. Obchodní riziko lze vyjádřit jako variační koeficient provozního hospodářského výsledku, finanční riziko například jako stupeň finanční páky, celkové podnikatelské riziko jako var. koeficient hospodářského výsledku za běžnou činnost (Mařík, 2011).

2.5 Metody pro oceňování podniku

Mařík (2011) zdůrazňuje, že zásadní význam při volbě oceňovacích technik má vyjasnění si důvodu ocenění, z něhož vyplývají funkce, které má toto ocenění splnit. Vymezení důvodu ocenění tedy předchází veškerým činnostem, které souvisejí se samotným oceňováním jakéhokoli podniku. Stejně jako neexistuje jedna objektivní hodnota podniku, tak neexistuje ani jediný správný model oceňování, jak podotýká Krabec (2009).

Členění oceňovacích metod je následující:

1. metody, jež vycházejí z analýzy výnosů podniku (metody výnosové),
2. metody, jež vycházejí z analýzy trhu (metody tržní),
3. metody, jež vycházejí z analýzy majetku (metody majetkové).

Tyto tři základní okruhy se rozpadají na jednotlivé metody. Mezi výnosové metody se řadí **metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)**, **metoda kapitalizovaných čistých výnosů**, **metoda ekonomické přidané hodnoty** a dále kombinované výnosové metody. Mezi tržní metody náleží **metoda tržní kapitalizace**, **ocenění na základě srovnatelných podniků**, metoda založená na srovnatelných transakcích, metoda vycházející z burzovních údajů o podnicích a ocenění pomocí odvětvových multiplikátorů. Do poslední skupiny spadá **metoda likvidační**, **metoda substanční hodnoty na principu úspory nákladů**, **metoda substanční hodnoty na základě reprodukčních cen**, **metoda vycházející z účetní hodnoty vlastního kapitálu na principu historických cen** a majetkové ocenění na základě tržních hodnot (Mařík, 2011). Výčet konkrétních metod se u různých odborníků liší. V kapitolách 2.4.1 až 2.4.3 budou objasněny principy vybraných metod, z nichž některé z nich budou použity v této diplomové práci.

2.4.1 Výnosové metody oceňování

Základní myšlenka těchto metod plyne z domněnky, že hodnota podniku je dána očekávanými užitky jeho držitelů. Těmito budoucími užitky jsou budoucí ekonomické efekty, především zisk, skutečné budoucí peněžní toky a dividendy (Dluhošová, 2010). Dále hodnota podniku záleží na tom, jak jsou stanoveny **náklady kapitálu**. Na tomto místě je proto vhodné problematiku nákladů kapitálu alespoň stručně rozvést.

Náklady kapitálu představují ty náklady, které musejí být vynaloženy na získání jednotlivých složek kapitálu. Jejich velikost je ponejvíce ovlivněna rizikovostí vztahující se k různým aktivům. Je třeba vymezit jednotlivé složky nákladů kapitálu, a to náklady na cizí, vlastní a na celkový kapitál. **Náklady na cizí kapitál** se rozumí úroky či kupónové platby, jež jsou vypláceny věřitelům daného podniku. Úroková míra obsahuje riziko věřitele, a proto je obvykle tím vyšší, čím delší je doba, na kterou jsou úvěry poskytnuty. Dále závisí na bonitě dlužníka, nespolehlivému či nesolventnímu podniku je stanovována vyšší úroková míra než dlužníkovi bonitnímu. Náklady cizího kapitálu jsou však také spojeny s jevem, kterému se říká

daňový štít. Jedná se o daňovou úsporu vzniklou snížením daňového základu, neboť nákladové úroky představují daňově uznatelné náklady. **Náklady vlastního kapitálu** se určují mnohem obtížněji. Představují riziko vlastníků jakožto vkladatelů kapitálu. Toto riziko je vyšší než riziko věřitelů (výnos z vložených prostředků je závislý na ekonomické úspěšnosti podniku), a navíc doba splatnosti těchto vkladů je prakticky neomezená. Následkem toho jsou náklady vlastního kapitálu pro podnik obecně vyšší než náklady cizího kapitálu. Existuje několik metod, pomocí kterých je možné náklady vlastního kapitálu vyjádřit. Mezi základní patří například metoda CAPM (Capital Asset Pricing model – model oceňování kapitálových aktiv) nebo metoda APM (Arbitrage Pricing Model – arbitrážní model oceňování). Náklady na cizí a vlastní kapitál společně tvoří **náklady na celkový kapitál podniku**. Lze je vyčíslit jako vážený průměr nákladů cizího a vlastního kapitálu (Dluhošová, 2010). Vzorec pro jejich výpočet je uveden níže:

$$WACC = \frac{R_D(1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E} \quad (2.8)$$

kde: WACC jsou vážené náklady celkového kapitálu; R_D jsou náklady úročeného cizího kapitálu; R_E jsou náklady vlastního kapitálu; t je sazba daně z příjmu; D značí velikost úročeného cizího kapitálu; E je velikost vlastního kapitálu.

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 116

Po objasnění nákladů kapitálu lze přejít k podstatám jednotlivých výnosových metod. Těmito metodami jsou metoda diskontovaných peněžních toků (DCF), metoda kapitalizovaných zisků a metoda ekonomické přidané hodnoty.

2.4.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků (DCF)

Hodnota podniku je zde určena odhadem budoucích volných peněžních toků. Tyto peněžní toky jsou diskontovány nákladem kapitálu a výpočet se liší podle toho, jak jsou náklady kapitálu určeny. Na základě toho se rozlišují konkrétní metody, a to DCF-Equity, DCF-Entity, metoda DDM a metoda APV.

a) Metoda DCF-Equity

Je postavena na ocenění vlastního kapitálu. Hodnota podniku se vypočítá jako poměr peněžního toku vlastníků a náklady vlastního kapitálu. Jedná se tedy o hodnotu, která náleží vlastníků daného podniku.

b) Metoda DCF-Entity

Na rozdíl od předchozí metody neoceňujeme pouze vlastní, nýbrž celkový kapitál. Hodnota celkového podnikového kapitálu je vypočtena jako poměr volného peněžního toku pro vlastníky i věřitele a nákladem celkového kapitálu (tedy vlastního i cizího). Společně s metodou DCF-Equity je nejčastější používanou metodou v rámci metod DCF (Dluhošová, 2010). Pokud je uvažováno o nekonečně dlouhé existenci podniku, potom je v praxi obvyklé využít při výpočtu tzv. dvoufázovou metodu a hodnotu podniku lze vypočítat takto:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}, \quad (2.9)$$

kde: H_b je brutto hodnota podniku; T je délka první fáze v letech; $FCFF$ jsou peněžní toky do firmy; PH je pokračující hodnota; i_k je kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.

Zdroj: Mařík, 2011, s. 178

c) Metoda DDM (Dividend Discount Model)

Tato metoda je vhodná pro použití na vyspělých kapitálových trzích. Peněžní toky jsou zde vyjádřeny prostřednictvím dividendy (tedy podílem na zisku vlastníků). Z toho vyplývá, že opět je oceňován pouze vlastní kapitál. Omezující podmínkou použití tohoto modelu je, kromě fungujícího kapitálového trhu, že oceňovaný podnik pravidelně vyplácí dividendy.

d) Metoda APV (Adjusted Present Value)

V tomto případě se oceňuje celkový kapitál podniku. Pokud podnik používá pouze kapitál vlastní, potom jsou peněžní toky vyděleny nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy. Pokud je k financování podniku používán i cizí kapitál, potom se k takto definovanému poměru přičte současná hodnota daňového štítu vztažená k nákladům cizího kapitálu (Dluhošová, 2010).

2.4.1.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Hodnota podniku je dána poměrem takzvaného trvale udržitelného zisku a nákladů kapitálu. Základem je zjištění tohoto trvale udržitelného zisku. Ten je vyčíslen na základě účetních dat, tedy údajů z rozvahy a z výkazu zisku a ztráty. Zisk vykázaný dle účetnictví se upravuje tím způsobem, aby například zahrnoval pouze provozní náklady a výnosy, reálné opotřebení dlouhodobého majetku, neobsahoval mimořádné výnosy či náklady, skryté rezervy apod. Takto se upravuje zisk z účetních dat za alespoň 3 roky, následně se každému období přidělí váha a celkový upravený zisk se vyčíslí jako suma upravených zisků za jednotlivé roky násobené jejich vahou (Dluhošová, 2010).

2.4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota (dále jen „EVA“) není pouze nástrojem oceňování podniků, je také jedním z ukazatelů výnosnosti (a proto je používána při vytváření finanční analýzy) a v neposlední řadě také nástrojem řízení a motivování pracovníků (Mařík, 2011). Vzhledem k tématu této diplomové práce bude na ekonomickou přidanou hodnotu nahlíženo především jako na nástroj oceňování. Podstatou této metody je zjištění takzvaného **ekonomického zisku**. Ekonomického zisku je dosaženo pouze tehdy, pokud „*jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál*“ (Mařík, 2011, s. 283). Ekonomický zisk je tedy takový zisk, jež je dostatečně vysoký na to, aby byly kompenzovány i rizika vkladatelů kapitálu. Dluhošová (2010) rozlišuje dva základní způsoby výpočtu. Prvním je výpočet na bázi provozního zisku neboli **EVA-Entity**. Vzorec pro jeho výpočet lze formulovat takto:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C. \quad (2.10)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 19; Vochozka, 2011, s. 120

Dle tohoto vzorce spočívá výpočet ukazatele EVA ve stanovení třech následujících veličin:

1. **NOPAT** (Net Operating Profit After Tax) je čistý provozní zisk podniku po zdanění,
2. **C** (Capital) je celková hodnota investovaného kapitálu,
3. **WACC** (Weighted Average Cost of Capital) jsou průměrné vážené náklady kapitálu.

Druhou možností je výpočet **EVA na základě hodnotového rozpětí**. Hodnotovým rozpětím je rozdíl dosažené výnosnosti investovaného kapitálu a náklady kapitálu. Hodnotu EVA lze v tomto případě vypočítat takto:

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C. \quad (2.11)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 19

kde ROC představuje výnosnost investovaného kapitálu. Vzorec lze modifikovat také do podoby zahrnující pouze vlastní kapitál podniku. Hodnotovým rozpětím je zde rozdíl mezi rentabilitou vlastního kapitálu a náklady vlastního kapitálu, a tento rozdíl je násoben pouze výší vlastního kapitálu (nikoli celkového). Tato úprava se označuje jako EVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí nebo také jako **EVA-Equity** (Dluhošová, 2010).

2.4.1.4 Kombinované výnosové metody

Výsledkem ocenění prostřednictvím těchto metod je hodnota vytvořená na základě spojení výstupů výnosových a majetkových metod. Existuje několik konkrétních metod tohoto typu, například tzv. **Schmalenbachova metoda** neboli metoda střední hodnoty. Podstatou zjištění hodnoty podniku je výpočet průměru jeho již zjištěné výnosové a substanční hodnoty. Vzorec pro výpočet tedy vypadá následovně:

$$H = \frac{x_1 V + x_2 S}{x_1 + x_2}. \quad (2.12)$$

Zdroj: Mařík, 2011, s. 278

kde H je hodnota oceňovaného podniku, V je výnosová hodnota tohoto podniku, S je jeho substanční hodnota a x_1 a x_2 jsou stanovené váhy pro veličiny V a S. Výnosová hodnota je nejčastěji vypočtena metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Substanční hodnota bývá zjištěna na základě reprodukčních cen. Důvodem přidělení vah je skutečnost, že substanční hodnota mívá pro jednotlivá odvětví různý význam (Mařík, 2011).

Další kombinovanou výnosovou metodou je **metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů**. Kapitalizovaným mimořádným čistým výnosem se rozumí rozdíl mezi celkovým čistým výnosem oceňovaného podniku a „normálním“ výnosem jeho kapitálu. Normální výnosnost kapitálu je vyjádřena náklady vlastního kapitálu. Mimořádný zisk se vyskytuje tehdy, pokud je dosažený zisk vyšší, než jsou zmíněné náklady kapitálu, přičemž vyšší zisk souvisí s goodwillem podniku. Vzorec pro výpočet mimořádného čistého výnosu podniku je výpočet následující:

$$\text{Mimořádný roční čistý výnos} = \check{C}V - i_k \cdot S_n. \quad (2.13)$$

Zdroj: Mařík, 2011, s. 279

kde $\check{C}V$ je celkový čistý výnos podniku, i_k je náklad vlastního kapitálu, S_n je substanční hodnota netto.

Dále je stanovena substanční hodnota vloženého kapitálu, a to na základě reprodukčních cen. Následuje porovnání čisté výnosové hodnoty podniku s jeho majetkovým oceněním. Pokud jsou si tyto hodnoty rovny, potom výnosnost vlastního kapitálu podniku je normální. Pro případ rovnováhy platí rovnice:

$$\check{C}V = i_k \cdot S_n. \quad (2.14)$$

Zdroj: Mařík, 2011, s. 281

Převyšuje-li čistý výnos hodnotu majetku, potom podnik dosahuje mimořádného zisku neboli mimořádného čistého výnosu. Pokud je však čistý výnos nižší, podnik dosahuje nižších než obvyklých výnosů, a oceňovaný podnik je výnosově slabý (Mařík, 2011).

2.4.2 Tržní metody ocenění

Jednoznačnou výhodou těchto modelů je, že vycházejí ze skutečné situace na trhu. Podnik je zde uvažován jako specifický statek, jež lze, podobně jako ostatní statky, na trhu prodávat i kupovat. Jak již bylo uvedeno v kapitole 2.1.3, v části věnované tržní hodnotě podniku, tak u dobře fungujícího kapitálového trhu se předpokládá, že vzájemným působením nabídky a poptávky vznikne tržní cena vlastnických podílů. K nejdůležitějším tržním metodám patří metoda tržní kapitalizace a metoda tržního porovnání.

2.4.2.1 Metoda tržní kapitalizace

Tuto metodu lze aplikovat pouze tehdy, známe-li tržní cenu akcie společnosti. Jedná se o přímé ocenění společnosti z dat kapitálového trhu. Tržní kapitalizace se zjistí jako cena akcie (průměrná cena za určité období, jehož délka se stanovuje individuálně) násobená počtem akcií daného podniku.

2.4.2.2 Metoda tržního porovnání

Tato metoda je určena k oceňování podniků, jejichž akcie nejsou volně obchodovány na kapitálovém trhu. Tato situace se týká většiny společností v Evropě. K ocenění je třeba nalézt takový podnik, jehož tržní cena je k dispozici a jehož aktiva jsou co nejvíce porovnatelná s aktivy oceňovaného podniku. Nalézt takovýto srovnatelný podnik však činí potíže (Mařík, 2011).

2.4.3 Majetkové metody ocenění

Hodnota podniku se zde stanovuje jako souhrn jednotlivých složek majetku podniku, popřípadě na základě určení teoretické výše nákladů, za které by bylo možné znovu vybudovat daný podnik. Při ocenění tímto způsobem dochází k opomíjení hodnoty mimobilančních nehmotných aktiv podniku, což indikuje jistou nepřesnost těchto technik (Kašík, Franek, 2015).

2.4.3.1 Metoda účetní

Dle Dluhošová (2010) je podstatou této metody ocenění podnikových aktiv a závazků na základě údajů z rozvahy. Odečtením hodnoty závazků od celkové hodnoty aktiv je zjištěna hodnota vlastního kapitálu podniku. Protože se vychází výhradně z účetních dat, je tato metoda poměrně nepřesná. Její výhodou však je jednoduchost a také fakt, že podklady pro výpočet jsou snadno dostupné. Kašík, Franek (2015) doporučují využít účetní hodnotu podniku jako výchozí hodnotu při oceňování.

2.4.3.2 Metoda substanční

Podnik je zde oceněn takzvanou substanční hodnotou. Ta je dána sumou samostatně oceněných položek aktiv a závazků. K této sumě se poté přičte tržba z prodeje nepotřebného majetku a dále odečte hodnota závazků v reálných cenách. K ocenění se používají reprodukční pořizovací ceny. Oproti předchozí metodě jsou zde brány v úvahu alespoň tržní podmínky, proto je tato metoda přesnější. Nicméně opět zde nejsou zachyceny některé důležité složky nehmotných aktiv, jako je goodwill. Hodnota navíc není vypovídající o výnosnosti podniku (Dluhošová, 2010).

2.4.3.3 Metoda likvidační hodnoty

Tato metoda je určena pro ocenění podniku v případě, že daný podnik již dále nebude působit na trhu – jeho životnost je omezena majetek bude rozprodán. Likvidační hodnota podniku je zároveň dolní hranici hodnoty podniku. Není snadné ji přesně vyčíslit, jelikož je ovlivněna mnoha obtížně vyjádřitelnými faktory (Dluhošová, 2010).

3 Charakteristika podniku Alfa

Obsahem této kapitoly jsou základní informace o podniku, který se stal předmětem ocenění. Důraz je kladen především na definování oboru jeho činnosti, neboť právě ten sehraje důležitou roli při identifikaci faktorů ovlivňujících prostředí, ve kterém se podnik nachází, jakož i v mnoha dalších ohledech.

3.2 Základní údaje podniku Alfa

Jedná se o akciovou společnost zabývající se skladováním, distribucí a logistikou hutního materiálu. Disponuje základním kapitálem ve výši 111 000 000 Kč. Její sídlo je situováno v Moravskoslezském kraji. Z hlediska vlastnictví je jediným akcionářem podniku jeho mateřská společnost.

V prostorách servisního centra podniku je uskladněno až 10 000 tun materiálu. Množství prodané oceli se pohybuje v desetitisících tunách (např. v roce 2008 činily prodeje 55 000 tun, čemuž odpovídají tržby ve výši 950 mil. Kč). Podnik disponuje nejmodernějšími technologiemi pro dělení plechu. Alfa je součástí celosvětově působící skupiny obchodující s ocelí, která vykazuje roční prodeje okolo 1 500 000 tun.

Do obchodovaného sortimentu náleží ploché plechy a svitky válcované za tepla i za studena, různé druhy tlustých plechů (například plechy z konstrukčních ocelí), dále betonářská ocel tyče a válcované dráty, bezešvé trubky, silniční svodidla a mnohé další produkty.

3.3 Charakteristika odvětví

Obor činnosti, ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje, jsou ovlivněny změnami v prostředí celého hutnictví. Je ovlivněn zejména pohyby cen základních vstupních surovin pro výrobu oceli, jako je železná ruda, koks (palivo při výrobě surového železa) nebo černé uhlí (ze kterého se koks vyrábí). Ocelářský průmysl v České republice byl v minulých letech (zejména rok 2009) vystaven celosvětovému poklesu poptávky po oceli.

Pro ocelářský průmysl v České republice jsou dle MPO charakteristické následující znaky:

- jedná se o energeticky a materiálově velmi náročné odvětví, které je spojeno s výraznými „ekologickými souvislostmi,
- je soustředěno takřka výhradně do jediného regionu – Moravskoslezského kraje,
- geografická pozice České republiky je z hlediska ocelářství nevýhodná zejména v těchto směrech: dopravní cesty, dostupnost surovin, „okruh“ možného vývozu produkce.

Mnohé informace o hutním průmyslu lze nalézt na oficiálních internetových stránkách ocelářské asociace Hutnictví železa, a. s. Tato asociace je určena jednak přímo českým a slovenským ocelářským podnikům, a jednak podnikům, jejichž podnikatelské aktivity bezprostředně souvisí s ocelářstvím. Do druhé skupiny se přitom řadí i podnik Alfa.

4 Aplikace vybraných oceňovacích metod na daný podnik

Aplikační část této diplomové práce je věnována použití konkrétních oceňovacích technik. Před oceněním konkrétní metodou je třeba provést strategickou a finanční analýzu vybraného podniku, vytvořit prognózu generátorů hodnoty a sestavit finanční plán. Výstupem aplikační části této diplomové práce je stanovení objektivizované hodnoty podniku Alfa, a to za použití majetkové (účetní metoda) a výnosové (DCF entity) metody. U výnosových metod budou již brány v úvahu i tržní faktory, stanovené na základě strategické analýzy.

4.1 Strategická analýza oceňovaného podniku

V souladu s poznatky teoretické části práce je v této počáteční fázi provedena celková strategická analýza oceňovaného podniku, jejímž účelem je odhalit celkový výnosový potenciál podniku Alfa. Strategická analýza jako důležitý předpoklad věrohodného ocenění zahrnuje analýzu vnějšího potenciálu, vyjádřenou vymezením a prognózou relevantního trhu, dále analýzu vnitřního potenciálu podniku (včetně analýzy konkurence) a nakonec také prognózu tržeb oceňovaného podniku. Z důvodu větší přehlednosti a lepší orientace v množství hodnot různých tržních veličin a podnikových ukazatelů se v textu kapitol 4.1.1 a 4.1.2 průběžně nacházejí zpravidla pouze grafy vyjadřující jejich vývoj, kdežto tabulky s konkrétními hodnotami jsou uváděny v přílohách.

4.1.1 Analýza vnějšího potenciálu

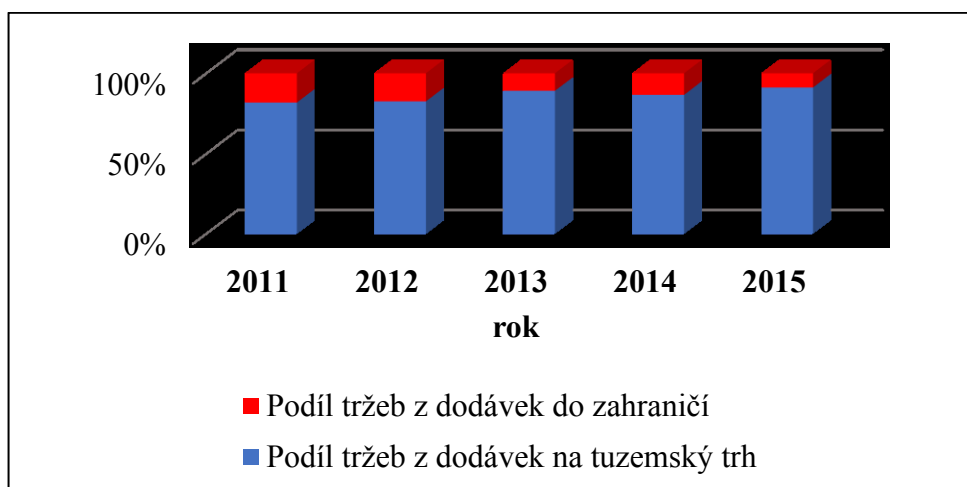
Cílem této části je vymezení relevantního trhu a určení hlavních ukazatelů, jež jsou pro něho charakteristické, a také zjištění jeho pravděpodobného vývoje. Prognóza vývoje trhu bude provedena na základě analýzy časových řad a jednoduché i vícenásobné regresní analýzy. Pozornost bude zaměřena především na ty ukazatele trhu ocelářských výrobků, které mají největší vliv na vývoj tržeb podniku Alfa. Z makroekonomických ukazatelů bude zkoumán vývoj měnového kurzu, neboť právě ten může měl významné dopady na výsledky podniku v minulých letech, jelikož probíhal kurzový závazek České národní banky, a dodavateli (ale i poskytovateli úvěrů) tohoto podniku jsou především zahraniční podniky.

Vymezení relevantního trhu

Relevantní trh je vymezen na základě hlediska věcného, tedy na základě jednoznačně převažujícího předmětu podnikání tohoto podniku, kterým je velkoobchod s rudami, kovy a hutními výrobky. Dle Klasifikace ekonomických činností CZ-NACE, je tato činnost označena kódem 46720 a lze ji nalézt v sekci G. Vzhledem k tomu, že předmětem prodeje podniku Alfa je hutní materiál, bude strategická analýza zaměřena především na hutní odvětví více než na výše uvedenou sekci G. Na relevantní trh lze v tomto pojetí nahlížet jako na obchod s ocelářskými produkty.

Zároveň lze relevantní trh vymezit z hlediska území a omezit ho na území České republiky. Právě na český trh totiž Alfa dodává většinu svého zboží, jak dokládá příloha tabulka

9 přílohy 1 a níže zobrazený graf 4.1. Podíl dodávek na tuzemský trh v těchto letech činí průměrně 86,2 % tržeb za prodej zboží a z grafu 4.1 je patrné, že tento podíl v čase spíše roste.

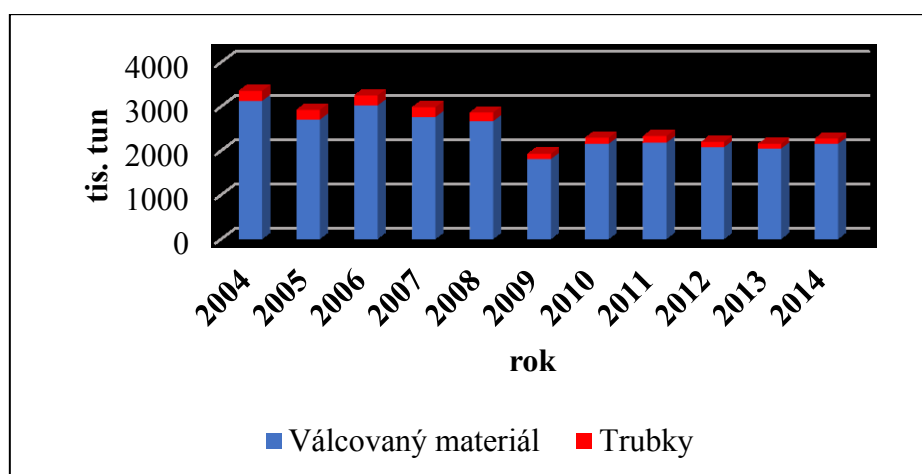


Graf 4.1 Podíl tržeb z dodávek podniku Alfa na tuz. trh a do zahraničí v letech 2011 - 2015

Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

Analýza relevantního trhu

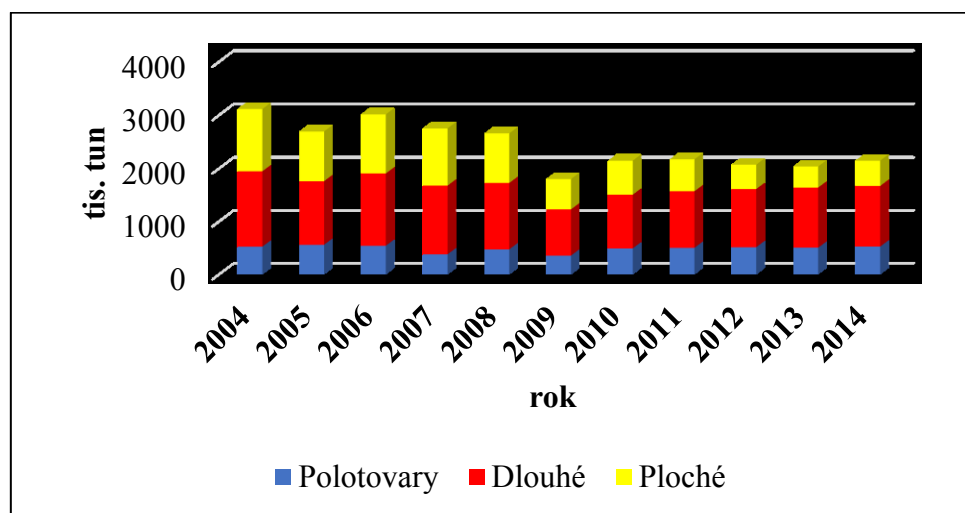
Pro analýzu relevantního trhu budou tedy použity ukazatele charakterizující český trh ocelářských výrobků. Prvními z nich je velikost odbytu finálních ocelářských výrobků – válcovaného materiálu a trubek. V grafu 4.2 je zobrazen vývoj celkového odbytu ocelářských výrobků na českém území. Velikosti prodeje vybraných ocelářských produktů v tisících tunách jsou uvedeny v tabulce 1 přílohy 3.



Graf 4.2 Odbyt finálních ocelářských výrobků na tuzemském trhu v letech 2004 - 2014

Zdroj: Hutnictví železa, a.s., vlastní zpracování

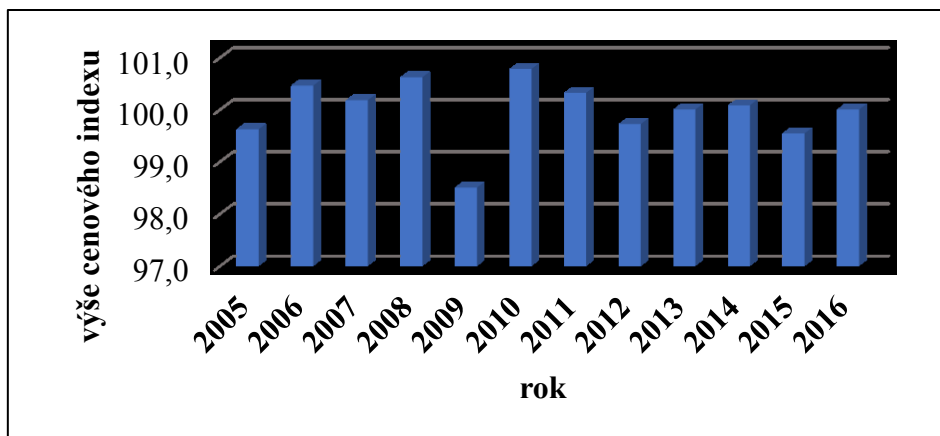
Tabulka 2 přílohy 3, a také graf 4.3 zobrazují vývoj již pouze samotného válcovaného materiálu, jež lze dále členit na **výrobky dlouhé, ploché a na polotovary**. V průběhu let 2004 až 2014 lze zaznamenat značný pokles zejména plochých výrobků, které tvoří významnou část celkového odbytu válcovaného materiálu. Ploché výrobky zahrnují různé tlusté plechy i svitky různé tloušťky i stupně odolnosti vůči otěru a dalším vlivům, a možnosti jejich použití jsou velmi široké.



Graf 4.3 Odbyt válcovaného materiálu na tuzemském trhu v letech 2004 - 2014

Zdroj: Hutnictví železa, a.s., vlastní zpracování

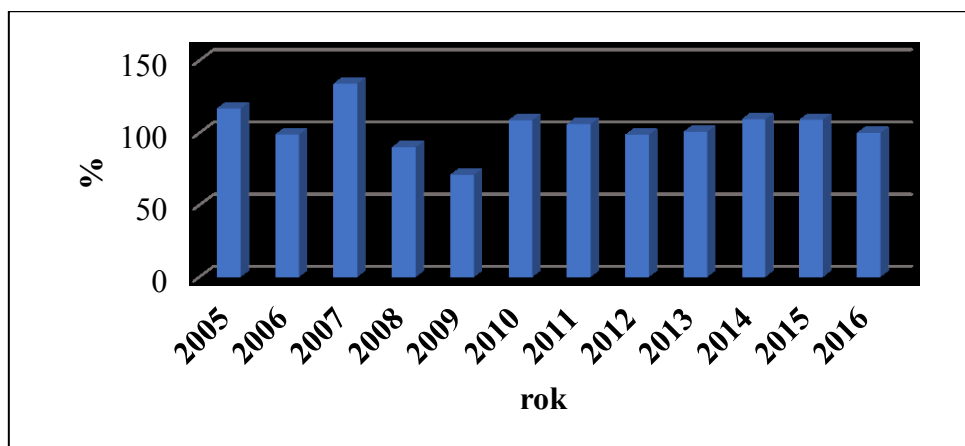
Důležitými ukazateli jsou také ceny ocelářských výrobků, jež jsou zde dvojí. Prvními jsou **indexy cen průmyslových výrobců podle CZ-CPA**. Jsou vztaženy vždy k předchozímu období (řetězové indexy). Jejich vývoj je zobrazen grafu 4.4. Na vývoji indexů je nejvýraznější mocný propad v roce 2009. Jak bude později uvedeno v rámci analýzy výkazu zisku a ztráty, tento propad se skutečně promítl do výrazného poklesu tržeb oceňovaného podniku v tomto roce. Výše cenových indexů ve výše uvedeném grafu 4.4 je průměrem indexů pěti skupin ocelářských výrobků za jednotlivá léta. V příloze 3 je uvedena tabulka 3 s konkrétními hodnotami indexu pro jednotlivé skupiny a za jednotlivá období.



Graf 4.4 Vývoj cenových indexů ocelářských výrobků dle CZ-CPA

Zdroj: ČSÚ – Ceny výrobců – časové řady, vlastní zpracování

Následuje analýza odvětví, kterým je vytvářeno odbytiště podniků obchodujících s ocelářskými produkty. Dle klasifikace CZ-NACE je to oddíl 25 v sekci C (zpracovatelský průmysl), tedy oddíl zahrnující výrobu kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení. Růst tohoto odvětví znamená pro podniky jako Alfa příležitosti většího odbytu, pokles naopak hrozbu. Klíčovým ukazatelem oddílu 25 je v tomto případě **meziroční index změny tržeb z průmyslové činnosti** (tabulka 4 přílohy 3, graf 4.5), který je platný pro český trh.



Graf 4.5 Meziroční index změny tržeb ve zpracovatelském průmyslu, skupiny 25 (v %)

Zdroj: ČSÚ – veřejná databáze, vlastní zpracování

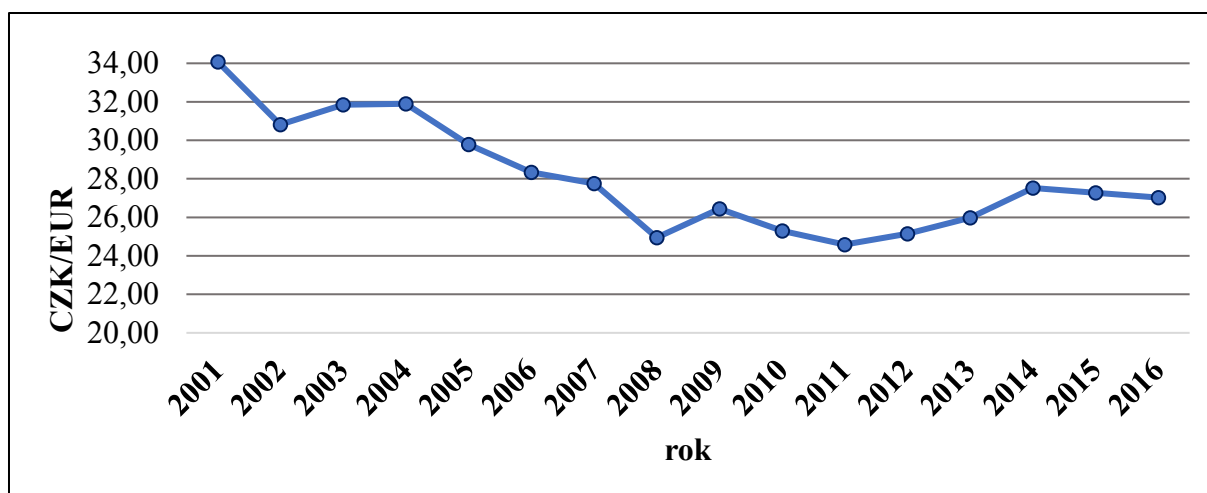
Výše uvedené tržní ukazatele byly podrobeny vícenásobné regresní analýze, jejíž účelem bylo odhalit, zda mají skutečně vliv na vývoj podnikových tržeb. Podrobné výsledky regresní analýzy včetně bodového grafu jsou uvedeny v příloze 8. Vícenásobnou regresí byla

odhalena velmi silná závislost vývoje odbytu finálních ocelářských výrobků a válcovaného materiálu (viz obrázek 1 přílohy 8). Regrese mezi nezávislými proměnnými je však v této analýze nežádoucí, proto byl ukazatel odbytu válcovaného materiálu byl z další analýzy vypuštěn (zcela stejného efektu by však bylo dosaženo vyčleněním odbytu finálních ocelářských výrobků, nezáleží na tom, který z těchto dvou faktorů je vypuštěn). Následnou analýzou byl odhalen silný vliv meziročního indexu změny tržeb na tržby podniku Alfa (viz tabulku 2 přílohy 8). Podobných výsledků bylo dosaženo i při zkoumání vlivu cenových indexů ocelářských výrobků dle CZ-CPA, nicméně zde se projevuje zpoždění o jedno období (rok). Naproti tomu regrese těchto indexů a tržeb ve stejném období je nevýznamná, příčinou je uzavírání cenových kontraktů na mnoho měsíců dopředu. Výsledky regresní analýzy lze shrnout takto: vývoj tržeb podniku Alfa v letech 2006 až 2015 závisely tržby na meziročním index tržeb ve zpracovatelském průmyslu v tuzemsku a zpožděně také na vývoji ročního indexu cen průmyslových výrobců dle CZ-CPA předchozího roku. Lze tedy předpokládat, že i v budoucích letech budou tržby záviset na těchto dvou faktorech.

Velikost odbytu finálních ocelářských výrobků nepochybně s vývojem tržeb viditelně koreluje (viz zejména významný propad v roce 2009, jež se týká jak tržeb, tak odbytu ocelářských výrobků), nicméně na něm vývoj tržeb přímo nezávisí. Velikosti odbytu ocelářských výrobků (ať se jedná o výrobky ploché, dlouhé či o polotovary) jsou patrně odvozeny od obdobných faktorů, jako tržby podniků obchodující s ocelářskými výrobky (regresní analýzou byla skutečně zjištěna mírná závislost odbytu na cenových indexech), a nemohou tak být určující proměnnou vývoje těchto tržeb.

Měnový kurz

Z hlediska finančních výsledků hospodaření je třeba zahrnout do strategické analýzy také vývoj měnového kurzu české koruny vůči euru, neboť cena eura v minulosti významně ovlivnila vývoj finančních nákladů a výnosů, což se projevilo v celkovém výsledku hospodaření za účetní období. Vývoj měnového kurzu je znázorněn v grafu 4.6. Jedná se o roční průměr denních nominálních kurzů koruny vůči euru.



Graf 4.6 Vývoj nominálního kurzu české koruny vůči euru v letech 2001 - 2016

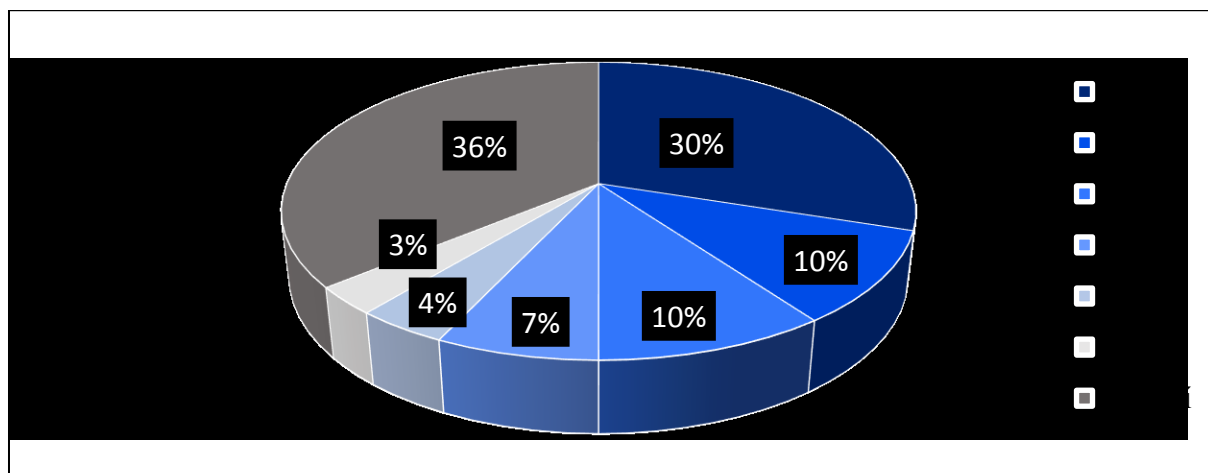
Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat ČSÚ

Měnové kurzy jsou ovlivňovány jednak tržními mechanismy, jednak politikou centrální autority země (kterou je obvykle centrální banka). V České republice přísluší schopnost ovlivňovat měnové kurzy zejména České národní bance. Ta v minulých letech vedla program devizových intervencí, které byly zahájeny v listopadu 2013. Cílem bylo udržovat kurz koruny nad 27 CZ/EUR (udržet lacinou korunu vůči euru), tím podpořit export a tím i celou českou ekonomiku, a rovněž ji ochránit před hospodářskými výkyvy ve světě. Intervence měly pozitivní dopad na český export (české zboží v zahraničí bylo levné). Oslabení kurzu koruny na druhé straně vedlo ke zdražení dovozu, což se projevilo i v nákladech podniku Alfa (viz kapitolu 4.1.2.2). Program devizových intervencí byl Českou národní bankou ukončen dne 6.4. 2017. Očekává se tedy posílení koruny. Exportéři (Alfa mezi ně nepatří) se však na toto mohli včas připravit, protože konec intervencí byl očekáván. Podle šéfa asociace exportérů ČR, Jiřího Grunta, to však vyvolá tlak na zvýšení mezd, proti kterému se, na rozdíl od změn měnového kurzu, nelze zajistit. Pro podnik Alfa by posílení koruny mohlo být vítanou příležitostí.

Analýza odběratel podniku Alfa

V grafu 4.7 jsou znázorněny podíly jednotlivých **odběratelů** podniku Alfa. Největší z nich se podílí na celkovém obrátu Alfy 30 %. Následují dva zákazníci se shodným podílem 10 %, třetímu největšímu odběrateli náleží 7 %. Další dva zákazníci jsou zdrojem dalších 3 % a 4 % obrátu. Největší díl koláčového grafu (36 %) je tvořen množstvím ostatních odběratelů s nízkým podílem. Zákaznické portfolio se tak zdá být velmi široké, nicméně klíčový odběratel

se podílí téměř na jedné třetině celkového obrátu. Případná ztráta tohoto zákazníka by tak měla za následek velké potíže. Většinu svého zboží dodává Alfa na český trh, podíl zboží dodaného českým odběratelům na celkovém prodeji činí 85 %. Pouze 15 % svého zboží vyváží Alfa do okolních států, především na Slovensko.

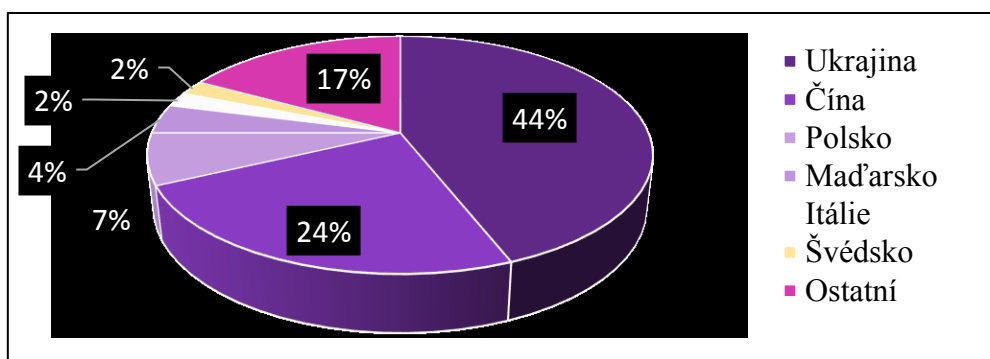


Graf 4.7 Podíl jednotlivých odběratelů na celkovém obrátu podniku Alfa k 23.2. 2017

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů managementu podniku Alfa

Analýzy dodavatelů podniku Alfa

Skladba dodavatelského portfolia je znázorněna v grafu 4.8. Je z ní patrné, že materiál pro výrobu Alfa dováží ze zahraničí, a je tudíž závislá na dovozu. Téměř polovinou se přitom na těchto dodávkách podílí Ukrajina. Z tohoto důvodu jsou největší hrozbou pro podnik Alfa politické a legislativní změny. V současné době pokračuje rusko-ukrajinská krize, která může zapříčinit ekonomickou krizi Ukrajiny, z čehož by plynula hrozba ztráty významných dodavatelů podniku Alfa. Politické změny mohou představovat i rizika dovozu materiálu z Číny. V nedávné době se jedna z takových hrozeb naplnila, když Evropská unie uvalila antidumpingová cla na dovoz některých ocelářských výrobků z Číny. Čína je přitom druhým největším dodavatelem podniku Alfa, v současnosti se podílí na celkových dodávkách 24 %. Alfa dnes odebírá ocel především ze evropských zemí.



Graf 4.8 Struktura dodavatelů podniku Alfa k 23.2. 2017

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů managementu podniku Alfa

Analýza konkurence

Jako největší konkurent podniku Alfa byl identifikován podnik Beta, jež obsluhuje stejný zákaznický segment. Je také zaměřen na prodej plochých a dlouhých výrobků a rovněž dodává své zboží především na tuzemský trh. Podnik Beta je využit v rámci finanční analýzy k mezipodnikovému srovnání některých poměrových ukazatelů. Vyznačuje se charakteristikami, uvedenými níže (tabulka 4.1), ze kterých vyplývá, že Beta je podnikem mnohem větším (hodnota aktiv podniku Alfa činí kolem 500 000– 600 000 tis. Kč), z čehož by mohla plynout jeho větší vyjednávací síla (např. při stanovování cen odbytu).

Tabulka 4.1 Vybrané položky rozvahy a výkazu zisku a ztráty podniku Beta

Ukazatel (v tis. Kč)	2014	2015
Aktiva celkem	9 002 719	7 998 991
Tržby za prodej zboží	13 822 601	13 069 374
Výkony	3 073 320	2 686 282
Výsledek hospodaření před zdaněním	142 405	150 310
Výsledek hospodaření za účetní období	153 337	132 125
Počet zaměstnanců	992	998

Zdroj: Účetní závěrka podniku Beta

Prostředí, ve kterém podnik Alfa působí, je již nyní poměrně konkurenční. V české republice, dokonce přímo v moravskoslezském kraji, se nachází hned několik společností zabývajících se obchodováním s hutním materiálem. Možnost vstupu **nových konkurentů** je sice snížena náročností vstupních investic do dlouhodobého majetku (manipulační jednotky, sklady, technologie pro řezání plechu), přesto zde možnost vstupu nových existuje. Hrozbu (z

pohledu podniku Alfa) představuje především vstup nové konkurence z Číny (i přes zmíněný antidumping). **Substituty** oceli mohou potenciálně představovat různé neželezné kovy jako slitiny hliníku, mosazi, bronzy, titan, ve stavebnictví také například beton.

Podnik Alfa má vytvořeno **poměrně silné zákaznické i dodavatelské portfolio**. Největším ohrožením pro něho představují legislativní a politické hrozby. Z pohledu celkové konkurence na ocelářském trhu v České republice nepatří podnik Alfa k největším hráčům na tomto trhu, což se projevuje především **v nižší schopnosti ovlivnit ceny svého zboží/výrobků a citlivosti svých tržeb právě na tyto cenové výkyvy**.

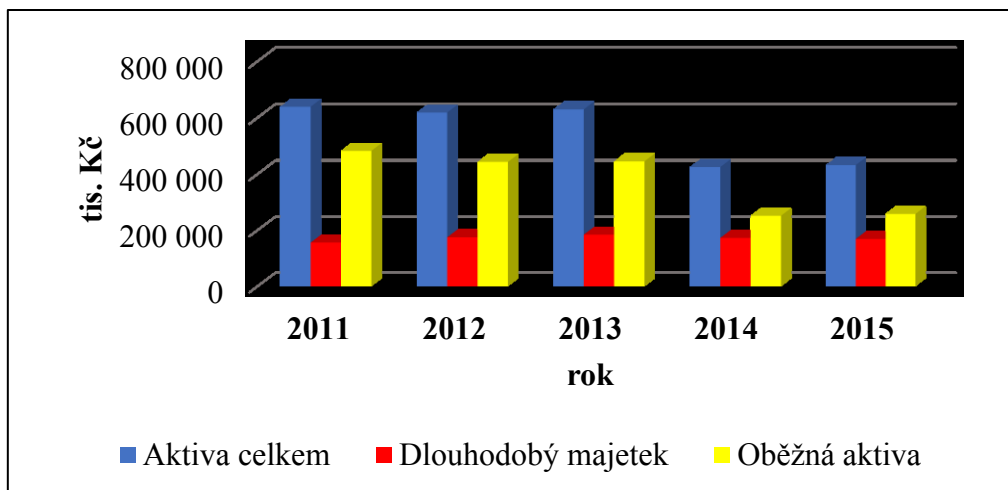
4.1.2 Analýza vnitřního potenciálu

Analýza vnitřního potenciálu podniku Alfa je provedena prostřednictvím finanční analýzy. Zvláštní pozornost je věnována analýze tržeb, neboť je třeba vytvořit věrohodný podklad pro predikci budoucího vývoje tržeb.

Finanční analýza podniku Alfa byla provedena na základě účetních dat čerpaných z rozvahy a z výkazu zisku a ztráty, a to v letech 2011 až 2015. Vstupní data pocházejí z účetních závěrek ověřených auditorskou firmou, a proto je možné je považovat za úplná a průkazná. Rozvaha i výkaz zisku a ztráty jsou obsaženy v příloze 1. Analýza finančního zdraví podniku v této diplomové práci zahrnuje analýzu účetních výkazů, výpočet poměrových ukazatelů a následně zhodnocení souhrnného zhodnocení finančního zdraví podniku Alfa pomocí syntetického ukazatele, indexu IN95.

4.1.2.1 Analýza rozvahy

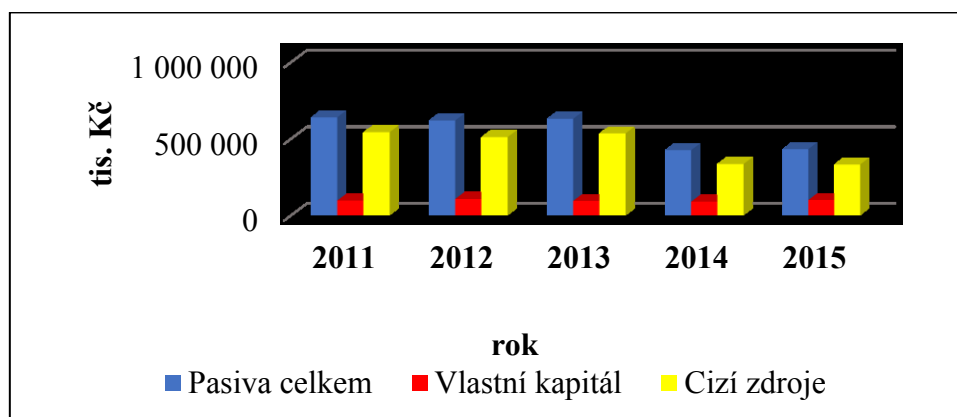
Dle vývoje aktivní strany rozvahy (viz graf 4.9) je výše celkových podnikových aktiv 2011 až 2013 velmi stabilní, v roce 2014 však dochází k viditelnému snížení jeho objemu, a to o více než 30 %. V absolutním vyjádření poklesla aktiva v roce 2014 o více než 200 tisíc Kč. Tento pokles je způsoben snížením stavu oběžného majetku, a to především zásob a krátkodobých pohledávek. Dlouhodobý majetek je naproti tomu stabilní ve všech pěti sledovaných letech. I přes propad zisků v letech 2013 a 2014 nebyl podnik Alfa nucen zbavovat se dlouhodobých aktiv. Meziroční změny jednotlivých položek rozvahy jsou uvedeny v procentech i absolutních částkách v tabulce 4 přílohy 1.



Graf 4.9 Vývoj aktiv podniku Alfa v letech 2011 - 2015

Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

Na straně pasiv mají na značném meziročním poklesu v roce 2014 nejvíce vliv výsledky bankovní úvěry a výpomoci, jež meziročně poklesly o téměř 40 %, dále krátkodobé závazky (meziroční pokles o zhruba 38 %). Bankovní úvěry přitom představují dominantní položku cizích zdrojů. Došlo také ke snížení vlastního kapitálu, což je důsledkem záporné hodnoty výsledku hospodaření minulých let plynoucí ze ztráty roku 2013.

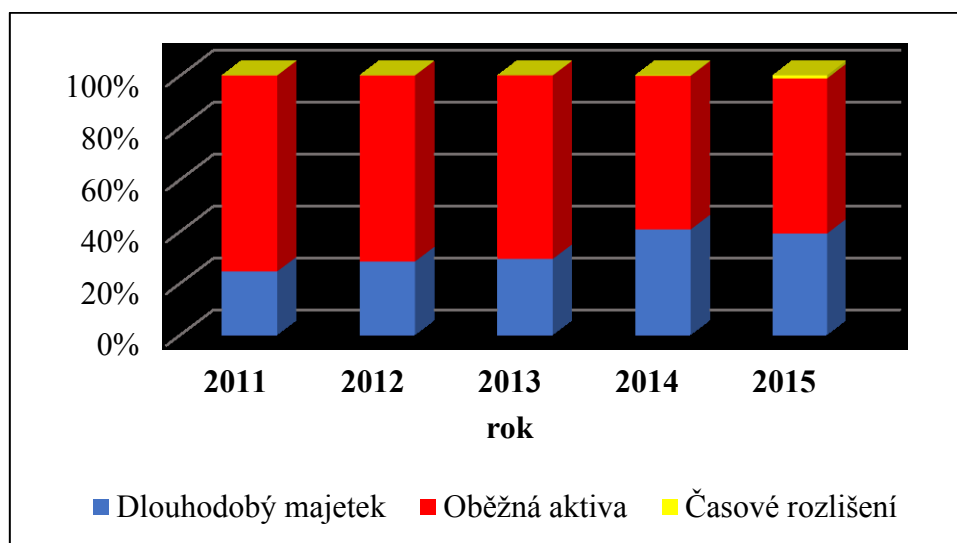


Graf 4.10 Vývoj pasiv podniku Alfa v letech 2011 – 2015

Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

Z hlediska struktury majetku je nejdůležitější fakt, že většinu podnikových aktiv tvoří aktiva oběžná (především krátkodobé pohledávky a zásoby). Alfa není investičně náročným podnikem, jelikož se jedná o velkoobchod (třebaže produkuje vlastní výrobky, například ocelové výpalky). Struktura rozvahy se v průběhu sledovaných let znatelně mění, lze zaznamenat rostoucí trend podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech, způsobený

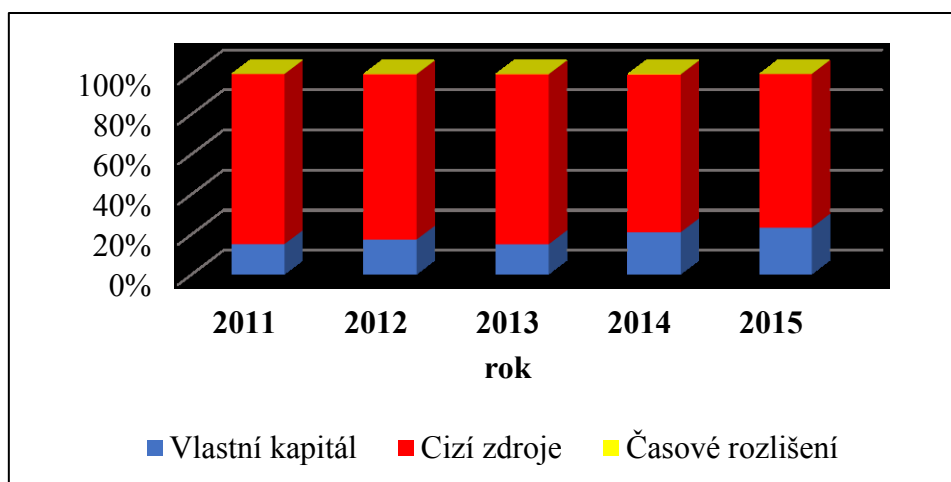
snižováním stavu zásob a krátkodobých pohledávek. Struktura rozvahy je uvedena v příloze 1, v tabulce 5. Následující graf 4.11 zachycuje vývoj struktury aktiv v jednotlivých letech.



Graf 4.11 Struktura aktiv podniku Alfa v letech 2011 – 2015

Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

Podnik Alfa je z převážné většiny financován cizími zdroji, jak je velmi dobře patrné v grafu 4.12. Je to v souladu s podnikovou strategií financování, kdy kapitál nutný k běžnému provozu je tvořen především bankovními úvěry, které tvoří stěžejní položku cizích zdrojů. V letech 2011 a 2012 tvoří přibližně 38 % celkových pasiv (a přibližně polovinu cizích zdrojů), od roku 2013 se však jejich role v rámci cizího kapitálu stává jednoznačně dominantní, dokonce i jejich podíl na celkovém kapitálu více než poloviční. Právě od roku 2013 podnik zahájil strategii financování na základě bankovních úvěrů. Do té doby poskytovala velkou část úvěrů podniku (a to především krátkodobých) jeho mateřská společnost. Podíl cizích zdrojů na celkovém kapitálu v čase mírně klesá tím, jak je splácen úvěr mateřské společnosti, projevující se v rozvaze jako závazky vůči ovládající a řídící osobě. Samotná výše bankovních úvěrů se nezvyšuje, a nemá tedy na snížení podílu cizího kapitálu vliv. Stále významnější roli sehrávají také závazky z obchodních vztahů.

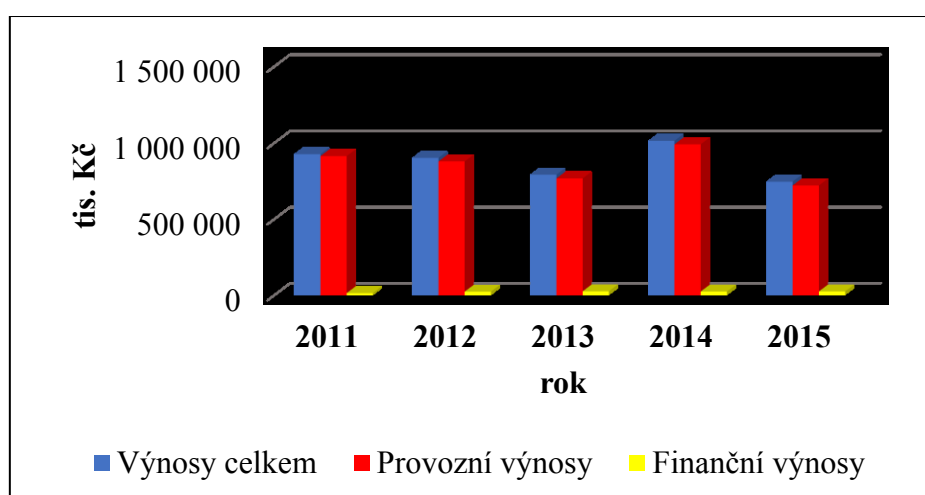


Graf 4.12 Struktura pasiv podniku Alfa v letech 2011 – 2015

Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

4.1.2.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

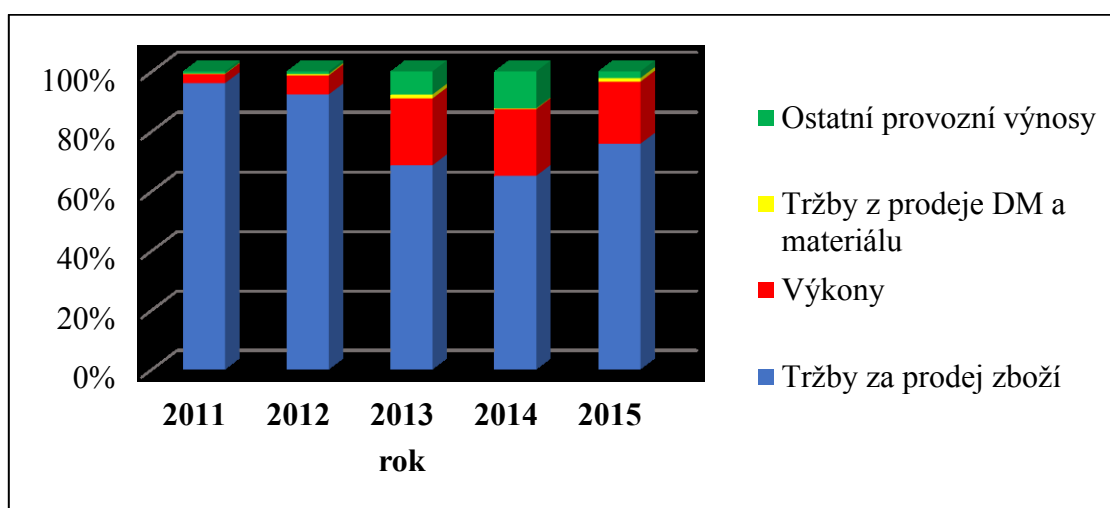
Kompletní horizontální analýza výkazu zisku a ztráty je uvedena v tabulce 6 v příloze 1. Je zobrazena také v grafu 4.13. Je zřejmé, že provozní výnosy tvoří v rámci celkových výnosů podniku drtivou většinu. Nevyznačují se v letech 2011 až 2015 žádnou extrémně nízkou ani vysokou hodnotou, vrcholu dosahují v roce 2014, kdy jsou velmi blízko hranice 1 miliardy Kč (výnosy celkem – včetně finančních – však tuto hranici v tomto roce překračují). Finanční výnosy jsou tvořeny převážně položkou ostatní finanční výnosy. Zde jsou zachyceny zejména kurzové výnosy způsobené kolísáním měnových kurzů.



Graf 4.13 Vývoj výnosů podniku Alfa v letech 2011 – 2015

Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

Z důvodu zanedbatelného vlivu finančních výnosů bude dále pojednáno pouze o výnosech provozních. Jejich struktura (zachycena v grafu 4.14) doznala v průběhu pěti sledovaných let viditelných změn. K nejvýraznější změně struktury dochází roce 2013, v podobě výrazného nárůstu podílu výkonů na celkových provozních výnosech, a to na úkor tržeb za prodej zboží. Tato změna je způsobena zavedením odlišné metody účtování úprav materiálu, jako je řezání či dělení plechů. Tržby plynoucí z těchto procesů byly v předchozích letech účtovány jako tržby za zboží, od roku 2013 jsou nově účtovány jako tržby za vlastní výrobky, které tvoří drtivou většinu položky výkony. Zbývající druhy výnosů tvoří poměrně malou část celkových provozních výnosů, tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu tvoří podíl zanedbatelný. V letech 2011 až 2015 podnik Alfa neevizuje žádné mimořádné výnosy ani náklady.

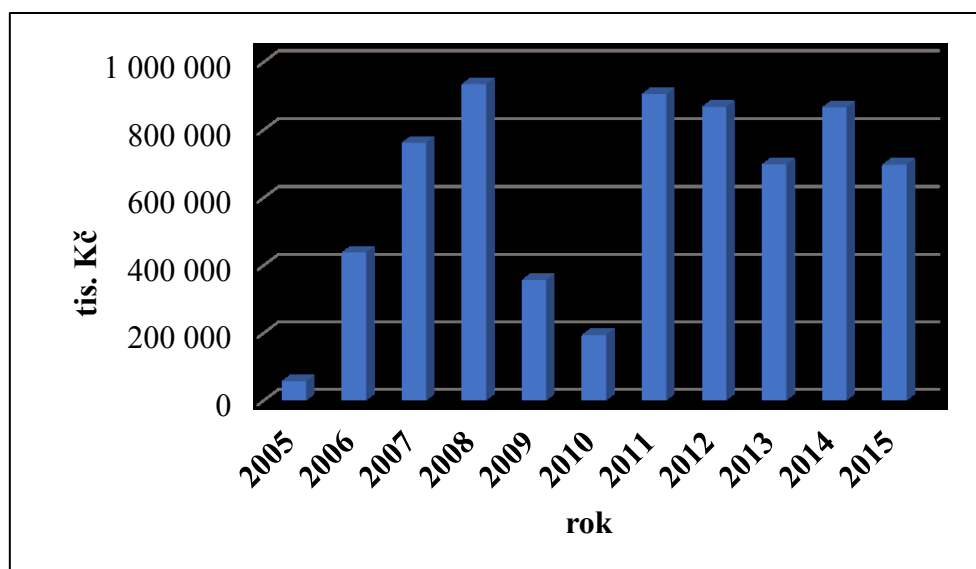


Graf 4.14 Struktura provozních výnosů podniku Alfa v letech 2011 - 2015

Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

Analýza tržeb v letech 2005 až 2015

Na tomto místě je provedena analýza delší časové řady tržeb, než dosud analyzovaných pět let. Tržby jsou zde pojaty jako součet tržeb za prodej zboží a výkonů. Počátečním obdobím je rok 2005, jelikož hodnocená společnost vznikla v roce 2004. V následujícím grafu 4.15 je zachycen vývoj tržeb podniku od roku 2005 do 2015. V letech 2005 až 2008 lze zřetelně sledovat fázi růstu tehdy nového, rozvíjejícího se podniku. Po dvouletém propadu zdůvodněném níže se Alfa pozvolna dostává do fáze stabilizace, a její tržby kolísají v rozmezí zhruba od 700 mil. Kč až téměř k 900 mil. Kč.



Graf 4.15 Vývoj tržeb podniku Alfa v letech 2005 – 2015

Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

Z vývoje absolutních hodnot tržeb je odvozen vývoj tempa růstu těchto tržeb. Extrémní výše tempa růstu v roce 2006 není z dlouhodobého hlediska udržitelná, neboť se jedná o výjimečný růst nové vznikajícího podniku. V roce 2005 došlo ve společnosti k rozsáhlým změnám, včetně přechodu na nový druh podnikání. Počet zaměstnanců v roce 2006 oproti roku 2005 více než ztrojnásobil (ze 4 zaměstnanců v roce 2005 na 13 v roce 2006), aktiva se zvýšila více než pětikrát. Z těchto důvodů není hodnota tržeb roku 2005 zohledněna při výpočtu průměrných tržeb za období 2005 až 2015. Obdobně není meziroční tempo růstu mezi léty 2005 a 2006 zohledněno ve výpočtu průměrného tempa růstu tržeb za zmíněné období. V letech 2006 až 2015 podnik Alfa dosahuje průměrně asi 678 mil. Kč tržeb, viz tabulku 4.2.

Tabulka 4.2 Vývoj tržeb a tempa jejich růstu v letech 2005 - 2015

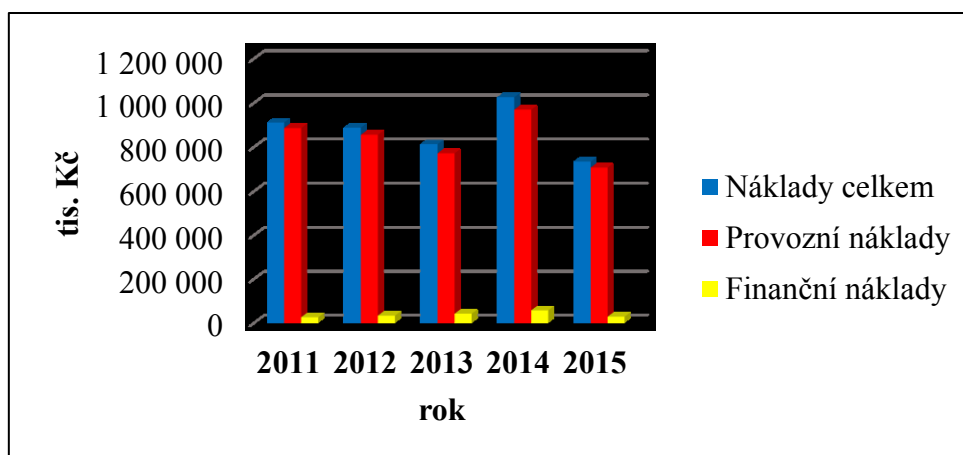
Rok	Tržby za prodej zboží (tis. Kč)	Výkony (tis. Kč)	Tržby celkem (tis. Kč)	Tempo růstu celkových tržeb (tis. Kč)
2005	56 133	485	56 618	x
2006	437 154	451	437 605	672,9%
2007	760 836	340	761 176	73,9%
2008	934 039	403	934 442	22,8%
2009	354 953	740	355 693	-61,9%
2010	254 467	2 853	257 320	-27,7%
2011	876 992	27 910	904 902	251,7%
2012	810 920	56 171	867 091	-4,2%
2013	526 106	171 626	697 732	-19,5%
2014	644 016	221 414	865 430	24,0%
2015	546 427	149 971	696 398	-19,5%
Průměr	614 591	63 188	677 779	26,6%

Zdroj: Vlastní výpočty na základě údajů z výročních zpráv podniku Alfa

Tržby roku 2011, uvedené ve výkazu zisku a ztráty nejsou srovnatelné s rokem 2010, jelikož účetní období roku 2010 bylo zkráceným obdobím (od 1.1. 2010 do 30.9.2010). Proto jsou tržby v roce 2010, uvedené v tabulce výše, upraveny přepočtením na pravděpodobnou výši v celém hospodářském období (tyto upravené hodnoty jsou vyznačeny zeleně). I přesto je rozdíl oproti následujícímu roku 2011 značný a tempo růstu roku 2011 činí více než 250 procent. Podobně je tomu u ostatních položek účetních výkazů, zejména výkazu zisku a ztráty. V důsledku nesrovnatelných objemů tržeb je tempo růstu tržeb v roce 2011 vyčleněno z výpočtu průměrného tempa růstu, stejně jako výše tržeb zkráceného období 2010 z výpočtu průměrných tržeb za dané období. V tabulce 4.2, kde je zachycen vývoj tržeb za prodej zboží a výkonů včetně tempa jejich růstu, jsou hodnoty nezapočítané do průměrných hodnot vyznačeny červeně. Zbývá objasnit významný propad tržeb v roce 2009. Ten je způsoben významným poklesem cen ocelářských výrobků, jak je doloženo grafem 4.4, v kapitole 4.1.1.

Náklady

Vývoj provozních, finančních a celkových nákladů je zachycen níže v grafu 4.16. Je takřka shodný s vývojem provozních i celkových výnosů, a vrcholu dosahuje v roce 2014, opět obdobně, jako je tomu u výnosů.



Graf 4.16 Vývoj nákladů podniku Alfa v letech 2011 - 2015

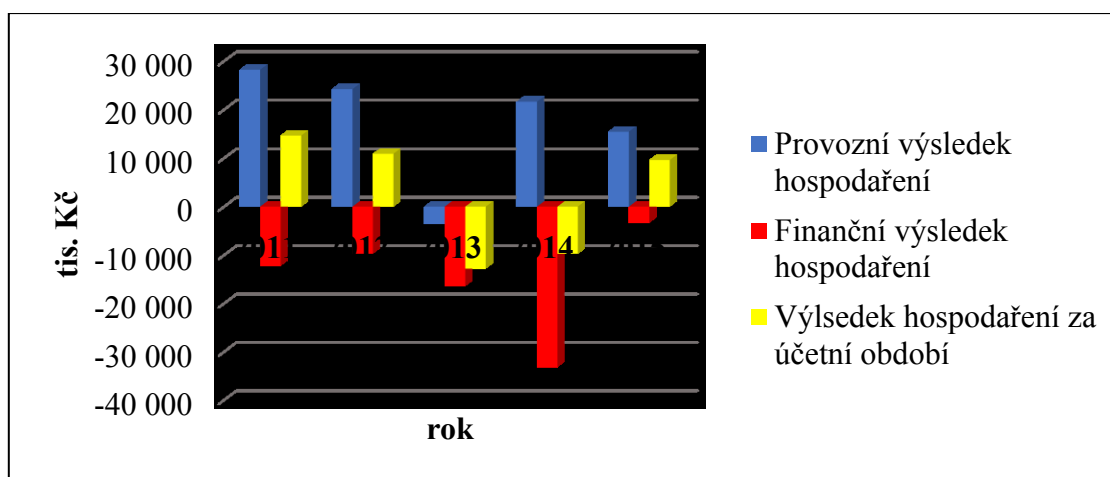
Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

Finanční náklady se v rámci celkových nákladů jeví jako nevýznamné, nicméně je to právě finanční výsledek hospodaření, jehož záporné hodnoty se negativně projeví ve vývoji celkového výsledku hospodaření (viz níže). Provozní náklady totiž byly, na rozdíl od nákladů finančních, dostatečně pokryty odpovídajícími výnosy. Dominující položkou finančních nákladů je položka ostatní finanční náklady, kde se nacházejí kurzové rozdíly. Ve všech sledovaných letech převažují kurzové rozdíly na straně nákladů, což je příčinou záporného finančního hospodářského výsledku.

Výsledek hospodaření

Výsledek hospodaření za účetní období je negativně ovlivněn již zmíněnými zápornými hodnotami finančního výsledku hospodaření. V roce 2013 se nacházel v záporných hodnotách také provozní výsledek hospodaření, jak je patrné z grafu 4.17. Roku 2013 eviduje Alfa ztrátu ve výši 12 817 tis. Kč (viz přílohu 1, tabulku 3). Příčinou jsou již výše zmíněné kurzovní rozdíly, kdy v důsledku intervence České národní banky došlo k oslabení koruny. Pro podnik Alfa, který dováží svůj materiál ze zahraničí, to znamenalo ztrátu z nerealizovaných kurzových rozdílů, a tudíž nárůst položky ostatní finanční náklady do takové výše, že se finanční výsledek hospodaření podniku ocitl ve ztrátě 16 455 tis. Kč, což mělo rozhodující vliv na celkovou ztrátu v tomto roce. Rovněž v tomto roce došlo k výraznému poklesu tržeb za prodané zboží, jenž je důsledkem poklesu tržních cen hutního materiálu a částečně také nižším počtem zakázek. Také v následujícím roce 2014 je výsledkem hospodaření běžného účetního období hluboká ztráta, a to ve výši 9 747 tis. Kč. Také zde se negativně projevuje oslabení české koruny,

v jejímž důsledku došlo k přecenění úvěru v cizí měně. V roce 2015 se podnik Alfa dostal po dvou ztrátových letech opět do zisku, a to téměř na úroveň roku 2012. Tato pozitivní změna byla ovlivněna finančním výsledkem hospodaření, který v roce 2015 zaznamenal výrazné snížení ztráty z více než 33 mil. Kč na „pouhé“ 3 mil. Kč (viz. tabulku 3 přílohy 1), a to především vlivem přecenění cenných papírů a derivátů, kdy v roce 2015 výnosy z přecenění vysoce převyšují náklady z přecenění, na rozdíl od roku 2014, kdy je tomu právě naopak. Pozitivní vliv na finanční výsledek hospodaření mělo také značné snížení ostatních finančních nákladů.



Graf 4.17 Vývoj výsledku hospodaření podniku Alfa v letech 2011 - 2015

Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

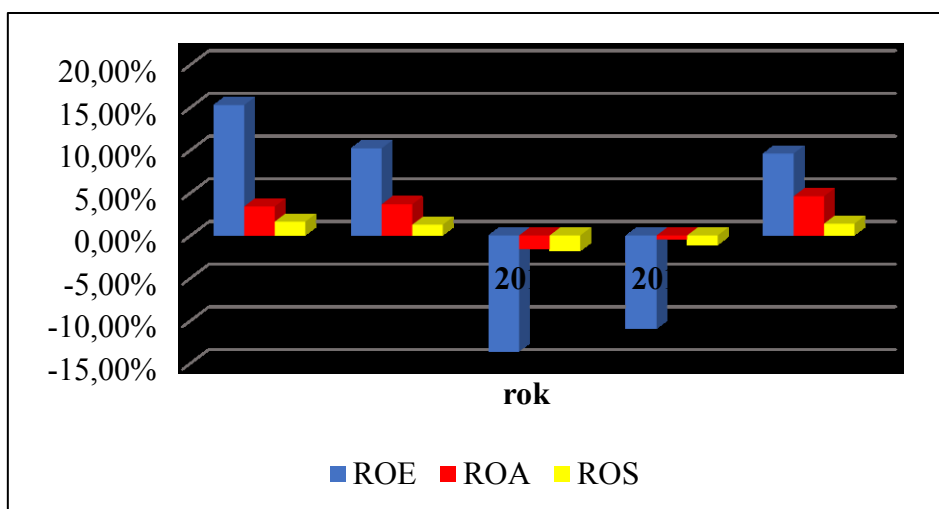
Hluboký propad v letech 2013 a 2014 je důsledkem neočekávané intervence ČNB, který byl zahájen roku 2013. Podnik Alfa nebyl vůči této změně nijak zajištěn, což se negativně projevilo ve finančním výsledku hospodaření, a samozřejmě následně i v celkovém hospodářském výsledku. Jako reakci na tuto událost podnik zahájil v účetním období 10/2013-9/2014 tzv. zajišťovací účetnictví, a proto je prostřednictvím derivátů (forwardový kontrakt) pojištěn vůči změně měnových kurzů. Proto je velmi pravděpodobné, že tak výrazné kolísání hospodářského výsledku se nebude (*ceteris paribus*) opakovat.

4.1.2.3 Analýza poměrových ukazatelů

Následující poměrové ukazatele byly vypočteny pomocí vzorců 1 až 14 uvedených v příloze 2. Za tržby se zde považuje součet tržeb za prodej zboží a výkonů. Obě tyto položky jsou spjaty s hlavní činností podniku Alfa. Navíc vlivem změny metodiky účtování tržeb mezi léty 2012 a 2013 by mohlo dojít ke zkreslení výsledků, a proto je vhodnější při analýze výkonnosti podniku s nimi počítat jako s jediným celkem.

Rentabilita

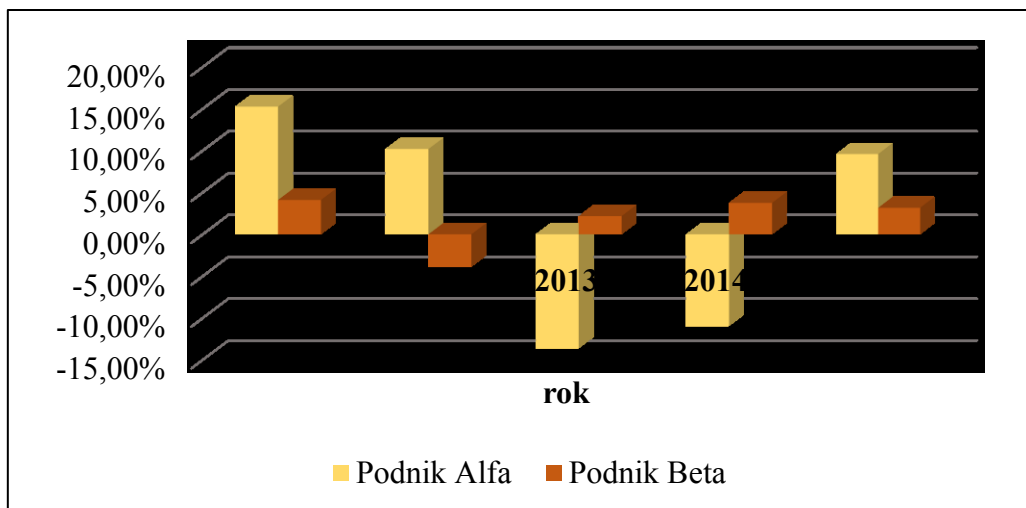
Na vývoji **ukazatelů rentability** se projevuje vývoj hospodářského výsledku, nacházející se v letech 2013 a 2014 v záporných hodnotách. V roce 2015 se hodnoty vybraných ukazatelů rentability vrací na úroveň roku 2012. Také propad rentability v roce 2014 je způsoben nečekanou intervencí České národní banky.



Graf 4.18 Vývoj ukazatelů rentability podniku Alfa v letech 2011 – 2015

Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

Ukazatele výnosnosti je vhodné sledovat i v prostoru. Pokud je ROE podniku Alfa srovnána s jeho hlavním konkurentem, lze vypočítat podobný vývoj tohoto ukazatele. Je zřejmé, že podobný propad jako u podniku Alfa, postihl také konkurenční podnik Beta, s tím rozdílem, že přichází o jedno období dříve, viz graf 4.19. Z grafu je také zřejmé, že výnosnost vlastního kapitálu je u podniku Alfa výrazně vyšší než u jeho konkurenta. Podobně jako rentabilita vlastního kapitálu, se vyvíjela i rentabilita tržeb a rentabilita aktiv (viz tabulku 12 přílohy 1).

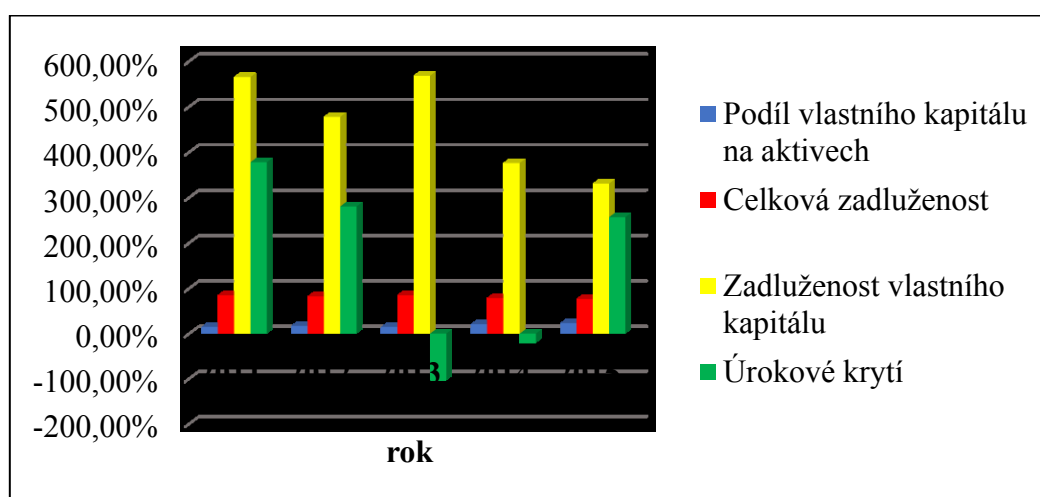


Graf 4.19 Porovnání rentability vlastního kapitálu podniku Alfa a podniku Beta

Zdroj: Výroční zprávy podniků Alfa a Beta, vlastní zpracování

Zadluženost

Dle ukazatele **podíl vlastního kapitálu na aktivech** je pouze 15 % až 23 % majetku financováno vlastním kapitálem. **Celková zadluženost** podniku Alfa je vysoká, pohybuje se kolem 80 %, v průběhu času se však spíše snižuje, což je pozitivní trend z hlediska dlouhodobé stability. **Zadluženost vlastního kapitálu** se pohybuje v extrémních hodnotách v letech 2011 a 2013, kdy přesahuje 560 % (to je naprosto v souladu s ukazatelem celkové zadluženosti). V dalších dvou letech se podniku daří tuto zadluženost snižovat směrem k 300 % (viz graf 4.21).

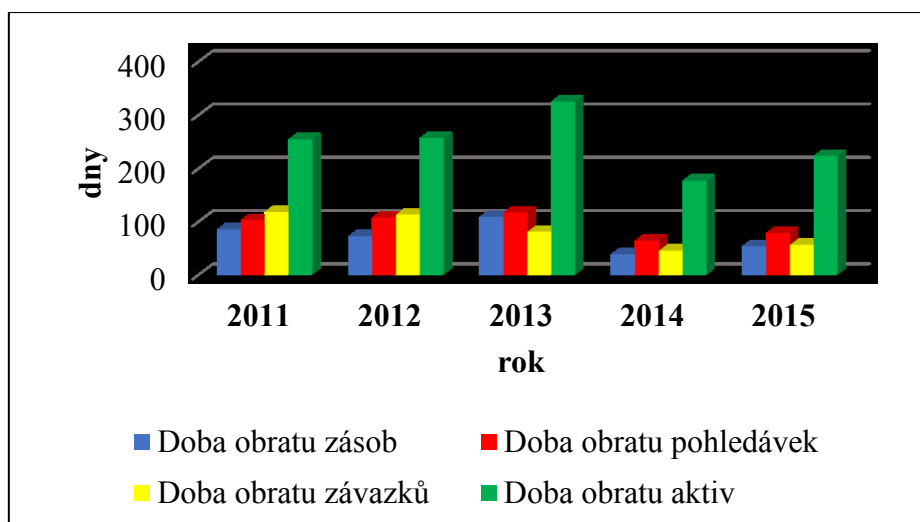


Graf 4.21 Vývoj ukazatelů zadluženosti podniku Alfa v letech 2011 - 2015

Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

Aktivita

Ukazatele aktivity jsou reprezentovány dobou obratu zásob, pohledávek, závazků a celkových aktiv. Žádný z těchto ukazatelů se nevyvíjí přímo negativně, naopak lze z grafu 4.22 vysledovat mírné snižování doby obratu zásob i pohledávek, což je obecně považováno za žádoucí, neboť se tímto zvyšuje intenzita využití majetku. Mírně negativní trend však vykazuje **doba obratu závazků**, neboť také mírně klesá, což na jednu stranu značí zlepšující platební disciplínu vůči dodavatelům, na stranu druhou se od roku 2013 doba obratu závazků dostává pod úroveň doby obratu pohledávek, čímž je porušeno pravidlo solventnosti. Díky snižování stavu přebytečných zásob a pohledávek se – s výjimkou roku 2013 – snižuje nejen doba obratu zásob a pohledávek, ale i celkových aktiv (většina aktiv je totiž tvořena právě tímto oběžným majetkem).



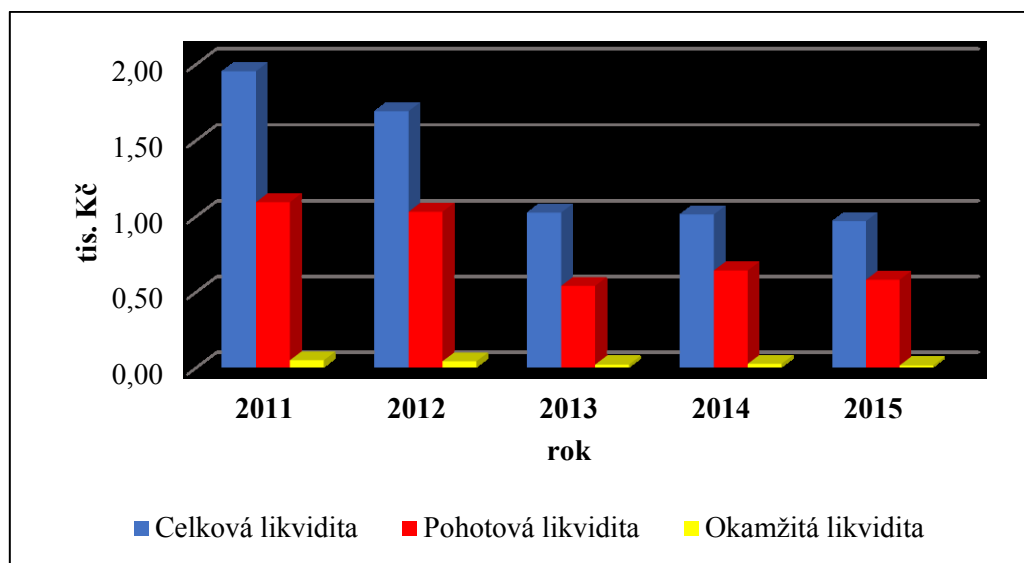
Graf 4.22 Vývoj ukazatelů aktivity podniku Alfa v letech 2011 – 2015

Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

Likvidita

Celková **likvidita** podniku Alfa se pohybuje 97 % až 195 % a klesá tím, jak se snižuje stav oběžných aktiv (viz graf 4.23). Nejde však o negativní trend. Podnik snížil svoji celkovou likviditou snižováním stavu zásob, ve kterých bylo vázáno velké množství kapitálu, čímž se snížila finanční zátěž plynoucí z takto vázaného kapitálu i riziko neprodejnosti zásob. Od roku 2013 se tak celková likvidita ustaluje na hodnotě okolo 100 %. Obdobný vývoj platí pro ukazatele **pohotovosti likvidity**, jež se od roku 2013 začíná stabilizovat zhruba na 60 % díky

snížení stavu pohledávek z obchodních vztahů. **Okamžitá likvidita** se jeví dosti příliš nízká a je zapříčiněna značným poklesem peněz na bankovních účtech. V roce 2015 dosahuje okamžitá likvidita hodnoty pouze 14 %, tedy nejméně z celého pětiletého období. Potřeba peněžních prostředků je však nízká vzhledem ke způsobu financování provozních výdajů prostřednictvím krátkodobých úvěrů od banky. Proto nízký stav peněz nepředstavuje pro podnik Alfa slabou stránku. Právě naopak, schopnost vyjednat u banky profinancování 85 % obchodních kontraktů lze považovat za jeho specifickou konkurenční výhodu.



Graf 4.23 Vývoj ukazatelů likvidity podniku Alfa v letech 2011 - 2015

Zdroj: Výroční zprávy podniku Alfa, vlastní zpracování

4.1.2.4 Komplexní zhodnocení finančního zdraví podniku

Na závěr finanční analýzy je synteticky zhodnocena finanční situace podniku Alfa. Pro souhrnné zhodnocení byl vybrán index finanční důvěryhodnosti IN, neboť právě modely IN jsou nejvíce vhodné pro použití v českých podmínkách. Konkrétně je využita původní varianta IN95, kde největší váha přísluší ukazateli ROA (zisk/aktiva). Hodnoty indexu byly vypočteny pomocí algoritmu (2.1) uvedeného na straně 19 a celý model se nachází v příloze 1 (tabulka 13). Za zisk je do vzorců dosazen zisk před zdaněním a úroky (EBIT). Výnosy jsou opět součtem tržeb za prodej zboží a výkonů. Krátkodobý cizí kapitál v rámci pátém ukazateli zde zahrnuje celkové krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry. Výsledky modelu jsou shrnuty v následující tabulce 4.3.

Tabulka 4.3 Výsledky souhrnného hodnocení finanční stránky pomocí indexu IN95

Rok	2011	2012	2013	2014	2015
Hodnota indexu	1,59	1,46	0,62	1,15	1,56
Hodnocení	šedá zóna	šedá zóna	bankrotní podnik	šedá zóna	šedá zóna

Zdroj: Vlastní výpočty na základě údajů z výročních zpráv podniku Alfa

Dosažené hodnoty se nacházejí zhruba uprostřed šedé zóny. Jedinou výjimkou je nedostatečná hodnota roku 2013, která řadí Alfu mezi bankrotní podniky. Nízká hodnota indexu je následkem především záporného výsledku hospodaření, a tedy záporné hodnoty ROA a úrokového krytí. Tyto jsou v záporu také v roce 2014, v důsledku čehož je index tohoto roku také znatelně nižší než v roce 2015, kdy se opět vrací na úroveň roku 2011. Rok 2013 byl z hlediska ziskovosti obdobím kritickým. Příčiny nízkého zisku byly objasněny v rámci analýzy výsledku hospodaření. Vzhledem k tomu, že proti pohybům měnových kurzů je již podnik zajištěn, je málo pravděpodobné, že se takováto krize bude v nejbližších letech opakovat. Navíc v roce 2015 se situace podniku vrací dle indexu na úroveň, kolem které se bude nejspíše pohybovat i v blízké době.

Z výsledků strategické i finanční analýzy plyne, že s dlouhodobou existencí podniku Alfa je možné počítat, a proto lze přistoupit k ocenění i výnosovou metodou. Nejdříve je však třeba odhadnout vývoj budoucích tržeb.

4.1.3 Prognóza budoucích tržeb

Objemy prodeje zboží a vlastních výrobků jsou v čase stabilní, pohybují se každým rokem kolem 55 tisíce tun hutního materiálu. Jinak je tomu u cen prodaného zboží, které kolísají v závislosti na cenovém vývoji v odvětví. Tržby podniku Alfa jsou pak citlivé na tyto cenové pohyby (podrobně v kapitole 4.1.1). Proto bude prognóza budoucího vývoje tržeb provedena také s ohledem na očekávaný vývoj cenových indexů ocelářských výrobků. Je shrnuta v tabulce 4.4. Růst tržeb byl stanoven na základě předpokládaného růstu trhu a předpokládaného růstu tržeb samotných. Předpokládané tempo růstu meziročního indexu tržeb ve skupině 25, v sekci zpracovatelského průmyslu, činí 2,31 %, a bylo stanoveno jako vážený průměr tempa růstu v letech 2011 až 2015. Váhy vyjadřují různou důležitost historických cen pro predikci dat budoucích. Obdobně byl odvozen i odhad vývoje ročního indexu cen podle CZ-CPA, ten však vykazuje trend mírně klesající průměrné tempo růstu (-0,19%). V letech 2016 až 2019 se tedy

předpokládá, že trh s ocelářskými výrobky poroste o zhruba 2,50 % ročně. Vážené tempo růstu budoucích tržeb činí 2,75 %.

Tabulka 4.4 Prognóza cenových indexů ocelářského průmyslu a tržeb podniku Alfa

Rok	Meziroční index tržeb zpr. prům.		Roční index cen dle CZ-CPA		Tržby podniku Alfa		Váha období
	Hodnota	Tempo růstu	Hodnota	Tempo růstu	Tis. Kč	Tempo růstu	
2010	108,50	x	100,78	x	257 320	x	
2011	105,90	-2,40%	100,32	-0,46%	904 902	251,66%	0,03
2012	98,60	-6,89%	99,72	-0,60%	867 091	-4,18%	0,07
2013	100,60	2,03%	100	0,28%	697 732	-19,53%	0,2
2014	109,20	8,55%	100,08	0,08%	865 430	24,03%	0,3
2015	108,90	-0,27%	99,54	-0,54%	696 398	-19,53%	0,4
Vážený průměr		2,31%	x	-0,19%	x	2,75%	x
Celkový růst trhu: 2,50 %					Růst tržeb: 2,75 %		
2016	111,41	2,31%	100,00	0,46%	722 861	3,80%	Prognóza
2017	113,98	2,31%	99,81	-0,19%	745 993	3,20%	
2018	116,61	2,31%	99,62	-0,19%	764 642	2,50%	
2019	119,30	2,31%	99,43	-0,19%	774 965	1,35%	

Zdroj: Vlastní zpracování autora práce

Jak je uvedeno výše, budoucí průměrné tempo růstu tržeb podniku Alfa bylo stanoveno v rozmezí 2,50 % až 2,75 %, a to na hodnotu 2,71 %. S tímto tempem růstu bude pracováno v celé 4.3 při prognóze a analýze generátorů hodnoty. Takový růst však nejspíše nebude pravidelným, očekává se jeho postupné zpomalování, a to především z důvodu vyčerpatelných kapacitních možností podniku Alfa (prostory pro nový dlouhodobý majetek). Tržby v budoucnu budou pravděpodobně oscilovat kolem hodnoty blížící se 800 mil. Kč. Proto je pro rok 2019 predikován růst tržeb pouze na úrovni 1,35 %.

4.2 Provozně nutný majetek podniku Alfa

V majetku podniku se nacházejí jednak aktiva, která přímo souvisejí s jeho hlavním provozem, a jednak aktiva provozně nenutná. Ta je nutné pro potřeby ocenění vyčlenit a zjistit tak výši výnosů a nákladů, která je generována pouze provozně nutným kapitálem podniku.

Provozně nutný investovaný kapitál

V tabulce 4.5 je uveden výpočet provozně nutného investovaného kapitálu. Je vypočten jako součet dlouhodobého majetku provozně nutného a pracovního kapitálu provozně nutného. V letech 2014, 2015 byl dlouhodobý hmotný majetek snížen o zůstatkovou hodnotu uměleckých děl, jelikož se jedná o provozně nepotřebné aktivum. V roce 2014 činila jeho

hodnota 83 tis. Kč, v roce 2015 měla umělecká díla hodnotu 143 tis. Kč. V ostatních letech společnost žádná umělecká díla neevidovala. Podnik zároveň nevykazuje žádná jiná provozně nepotřebná aktiva, která by bylo nutné na tomto místě vyčlenit. Jediným nevyužívaným majetkem podniku je stará laserová továrna, ta je však již plně odepsána a potřebné výpočty jí tedy nejsou nijak ovlivněny.

Tabulka 4.5 Provozně nutný investovaný kapitál podniku Alfa

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý nehmotný majetek (+)	23	2 074	1 828	423	138
Dlouhodobý hmotný majetek (+)	129 639	145 330	150 991	143 119	138 629
Dlouhodobý majetek provozně nutný	129 662	147 404	152 819	143 542	138 767
Zásoby (+)	212 530	173 329	210 495	92 137	103 274
Pohledávky (+)	257 863	259 099	226 309	153 155	150 960
Peníze (+)	11 976	10 812	8 359	6 123	3 664
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní) (+)	378	379	197	888	5 198
Krátkodobé závazky (-)	229 696	213 041	125 786	78 213	76 734
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní) (-)	430	1 359	1 402	1 354	314
Pracovní kapitál provozně nutný	252 621	229 219	318 172	172 736	186 048
Investovaný kapitál provozně nutný	382 283	376 623	470 991	316 278	324 815

Zdroj: Vlastní výpočty na základě údajů z výročních zpráv podniku Alfa

Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Provozní výsledek hospodaření nacházející se v rozvaze se upravuje o položky, které jsou jednorázové, nebo které nesouvisejí s hlavní činností podniku. V tomto případě je vyčleněn pouze zisk z prodeje dlouhodobého majetku, viz tabulku 4.5. Aktivace a ostatní provozní výnosy a náklady byly ponechány, protože se jedná o pravidelně se opakující položky. Korigovaný provozní výsledek hospodaření (dále jen KPVH) je nyní tvořen pouze výnosy a náklady, jež souvisejí s běžným provozem podniku Alfa.

Tabulka 4.6 Korigovaný provozní výsledek hospodaření podnik Alfa

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření dle VZZ	28 209	24 203	-3 530	21 613	15 435
VH z prodeje dlouhodobého majetku a mat.	344	664	132	252	513
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	27 865	23 539	-3 662	21 361	14 922

Zdroj: Vlastní výpočty na základě údajů z výročních zpráv podniku Alfa

4.3 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Rozhodující vliv na hodnotu podniku mají veličiny, nazývané jako generátory hodnoty. V této kapitole bude tedy provedena analýza provozní ziskové marže, investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého majetku a rentability provozně nutného investovaného kapitálu.

Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je vypočtena dle vzorce (2.2) na základě **korigovaného provozního výsledku hospodaření**, který je upraven **přičtením odpisů dlouhodobého majetku**. Položka tržby je opět tvořena součtem tržeb za prodej zboží a výkonů. Celý výpočet provozní ziskové marže podle dvou přístupů (shora, zdola) je uveden v příloze 4 – tabulky 1 a 2. U přístupu zdola byly analyzovány nejdůležitější nákladové položky z hlediska jejich podílu na tržbách. Vývoj podílů mzdových nákladů byl upraven dle prognózy vývoje průměrné nominální mzdy v ČR dle MPSV. Podíl celkových nákladů (na prodané zboží a výkonovou spotřebu) na celkových tržbách (za prodané zboží a výkony) se v letech 2011 až 2015 pohyboval kolem 93 %, a u let 2016 až 2019 je situace podobná. Po korekci odhadů jednotlivých položek má vývoj prognózovaného KPVH i ziskové marže shora a zdola následující podobu:

Tabulka 4.7 Prognóza provozní ziskové marže z KPVH pro roky 2016 až 2019

Rok	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Korigovaný prov. zisk před odpisy (tis. Kč)	32001	28775	1816	29122	21598	26340	28051	31026	32694
Zisková marže (z KPVH před odpisy)	3,54%	3,32%	0,26%	3,37%	3,10%	3,64%	3,76%	4,06%	4,22%

Zdroj: Vlastní zpracování autora práce

Předpokladem růstu ziskové marže je zvyšující se podíl přidané hodnoty na celkových tržbách, který by měl v roce 2019 přesahovat 7 %. To povede i vyššímu korigovanému výsledku hospodaření (a tedy i ziskové marže), neboť výrobky jsou prodávány za vyšší cenu (s vyšší marží), než je tomu u zboží. Poptávka po výrobcích a zboží podniku Alfa je poměrně stabilní, a intenzita konkurenčních sil by neměla tomuto vývoji zásadně bránit. Na druhou stranu není prognóza přehnaně optimistická, neboť Alfa nepatří mezi velké podniky a její schopnost ovlivňovat ceny nákupu i prodeje ocelářských výrobků je tímto snížena. V dalších letech se očekává růst hodnoty, který se však stále zpomaluje vlivem zpomalujícího se tempa růstu tržeb. Tempo růstu tržeb by se mělo v budoucnu ustálit na cca 1,3 %. Podnik Alfa má nyní potenciál

růstu hodnoty, jak je z tabulky 4.7 rovněž patrné. Nicméně, ani odhadovaná hodnota v roce 2019 nedosahuje výše roku 2012.

Upravený pracovní kapitál

Celá prognóza jednotlivých položek oběžných aktiv a krátkodobých závazků je uvedena v tabulce 4 přílohy 4. Náročnost tržeb na pracovní kapitál je určena prostřednictvím koeficientu k_{wc} dle vzorce (2.3). Vychází z upraveného pracovního kapitálu, který je rozdílem mezi oběžnými aktivy a neúročeného cizího kapitálu. Od oběžných aktiv se tedy neodečítá celkový krátkodobý cizí kapitál, jak je tomu v případě pracovního kapitálu pro účel finanční analýzy. Rozdíly mezi výší jednotlivých položek rozvahy nejsou v predikovaných letech nikterak velké, neboť zvýšení stavu zásob se předpokládá pouze mírné a největší položka ve výpočtu, tedy pohledávky (všechny jsou krátkodobé) jsou predikovány v poměrně stabilní výši (150-160 mil. Kč). V letech 2011 až 2015 došlo k úbytku jak upraveného pracovního kapitálu, tak celkových tržeb, proto je koeficient kladný, a přesto vyjadřuje vývoj pracovního kapitálu vzhledem k vývoji tržeb - úbytek pracovního kapitálu byl vyšší než úbytek tržeb, a proto koeficient k_{wc} je poměrně vysoký, činí téměř 32 %. Pro roky predikce je o něco nižší (27 %). Přírůstek kapitálu vzhledem k přírůstku tržeb se bude moci snížit opět za předpokladu růstu přidané na výkonech. Podnik je navíc schopen pracovat s malým množstvím peněžních prostředků díky poskytování krátkodobých úvěrů od banky, se kterými se v rámci upraveného pracovního kapitálu nepočítá.

Investice do dlouhodobého majetku

Dalším generátorem hodnoty je náročnost růstu tržeb na investice. Koeficient náročnosti je vypočítán na základě minulých i budoucích investic dle vzorce (2.4), půjde tedy o náročnost na investice netto (k_{DMn}). Pro budoucí období je plánována investice ve výši 5 mil. Kč včetně odpisů. V dalších letech jsou investice ponechány na úrovni odpisů (tedy se předpokládají nulové čisté investice), přičemž odpisy jsou v prognóze ponechány ve stabilní výši 7 mil. Kč pro každý rok. Na základě čistých investic byly vypočítány koeficienty náročnosti pro minulost a plán. V minulosti je hodnota k_{DMn} záporná, což je dáno zápornou hodnotou přírůstku (respektive úbytku) tržeb. Vzhledem ke změně investic není však výše úbytku nijak závažná, a proto činí hledaný koeficient -4,4 %. V budoucnu se očekává přírůstek tržeb i čistých investic, proto je předpokládán koeficient kladný a dosahuje výše 6,36 %.

Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

Dle vzorce (2.5) lze nyní dopočítat další generátor hodnoty, a tím je rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu jakožto dalšího důležitého generátoru hodnoty. Jedná se o poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření a provozně nutného investovaného kapitálu. Výše potřebného provozního kapitálu se nalézá v tabulce 3 přílohy 4. Vlivem provozní ztráty je roku 2013 ukazatel záporný, jindy se pohybuje kolem 6 až 7 %. V prognózovaných letech se předpokládá jeho poměrně pravidelný růst, viz tabulku 4.8. Pokud uvažujeme o kalkulované úrokové míře ve výši vážených průměrných nákladů kapitálu ($WACC = 6,14\%$), potom je rentabilita investovaného kapitálu nedostačující, od roku 2015 však neustále roste a v letech 2018 a 2019 by měla převyšovat i $WACC$.

Tabulka 4.8 Vývoj rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Rok	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
RIK	7,29%	6,25%	-0,78%	6,75%	4,59%	5,66%	5,96%	6,85%	7,33%

Zdroj: Vlastní zpracování autora práce

4.4 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Po prognóze důležitých generátorů hodnoty je možné stanovit první odhad hodnoty podniku. Předběžný odhad hodnoty se provádí na bázi volných peněžních toků (FCF). Z předchozí kapitoly je znám KPVH a z něho odvozená zisková marže před daněmi a odpisy. Na základě investic a odpisů je nyní možné vypočítat ziskovou marži po odpisech, a následně po zdanění. V tabulce 4.9. je uveden propočet vycházející z KPVH a ziskové marže z tabulky 4.9.

Tabulka 4.9 Prognóza ziskové marže po odpisech a dani z příjmů

Rok	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Zisk. marže před odpisy a daněmi	3,54%	3,32%	0,26%	3,37%	3,10%	3,64%	3,76%	4,06%	4,22%
Podíl odpisů na tržbách	0,46%	0,60%	0,79%	0,90%	0,96%	0,97%	0,94%	0,92%	0,90%
Zisková marže po odpisech (%)	3,08%	2,71%	-0,52%	2,47%	2,14%	2,68%	2,82%	3,14%	3,32%
Sazba daně	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Zisková marže po dani	2,49%	2,20%	-0,43%	2,00%	1,74%	2,17%	2,29%	2,55%	2,69%

Zdroj: Vlastní zpracování autora práce

Po dosazení do vzorce (2.6) a byly pomocí generátorů hodnoty zjištěny volné peněžní toky za jednotlivá období. Z tabulky 4.10 lze vyčíst, že se peněžní toky poměrně výrazně

zvyšují. Diskontní míra byla předběžně odhadnuta na úrovni 12 %. Koeficienty náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu byly stanoveny v rámci kapitoly 4.3. Pro budoucí peněžní toky činí koeficient k_{WC} 26,67 % a koeficient k_{DMN} 6,36 %. Po dosazení do vzorce (2.7) byla odhadnuta celková výnosová hodnota (H_b – hodnota brutto), která činí zhruba 440 000 tis. Po odečtení úročeného cizího kapitálu činí netto hodnota výše asi 218 mil. Kč. To je mnohem vyšší hodnotou, než které dosahuje vlastní kapitál dle účetnictví. Dá se předpokládat, že podnik Alfa bude mít i výnosovou hodnotu propočtenou dle metody DCF.

Tabulka 4.10 Předběžné ocenění podniku Alfa podle generátorů hodnoty (tis. Kč)

Rok	2016	2017	2018	2019
FCF	6924	9411	13300	17403
Suma FCF	47039			
Hodnota brutto	440024			
Hodnota netto	217962			

Zdroj: Vlastní zpracování autora práce

4.5 Finanční plán

Sestavení finančního plánu navazuje na analýzu a prognózu generátorů hodnoty, v rámci které byly predikovány jeho hlavní položky, jako jsou tržby nebo zisková marže. Prognóza je nyní doplněna plánem financování a plánem ČPK (viz tabulky 1 a 2 přílohy 5).

Plánovaná rozvaha byla sestavena z jednotlivých prognózovaných položek uvedených v příloze 5. Položky oběžného majetku byly stanoveny v jednotné výši, s výjimkou peněžních prostředků, u kterých je očekáván mírný růst. Dlouhodobý finanční majetek je stanoven na úrovni průměrné výše v minulosti. V rámci vlastního kapitálu se v čase mění pouze stav výsledků hospodaření (za běžné a minulé období), základní kapitál a fondy ze zisku zůstanou pravděpodobně na stejné úrovni. Celá plánovaná rozvaha je uvedena níže v tabulce 3, v příloze 5.

Podobným způsobem byl sestaven i plánovaný **výkaz zisku a ztráty**. Nejsou zde predikovány zvláště tržby za prodej zboží a výkony, analogicky to platí pro náklady za prodej zboží výkonovou spotřebu. Prognóza budoucích tržeb byla objasněna v kapitole 4.1.3. Náklady vztahující se k těmto tržbám se budou vyvíjet velmi obdobně. Tvoří kolem 93 % tržeb a

vzhledem k tomu, že podnik Alfa je především velkoobchodem, není možné podíl nákladů na tržbách zásadně snižovat. Přesto lze v tabulce 2 přílohy 4 (řádek 8) pozorovat alespoň mírný pokles podílu těchto nákladů na tržbách. U osobních je růst dán tempem růstu průměrných nominálních mezd v ČR, predikovaným Ministerstvem práce a sociálních věcí. Za předpokladu predikovaného tempa růstu tržeb bude podnik Alfa dosahovat v roce 2019 více než 17 mil. Kč hrubého zisku (viz tabulka 4.11 níže).

Tabulka 4.11 Výsledek hospodaření podniku Alfa dle plánovaného výkazu zisku a ztráty

Rok	2016	2017	2018	2019
EBT	11 639	13 094	15 802	17 192
daň	2 211	2 488	3 002	3 266
EAT - VH za účetní období	9 427	10 606	12 799	13 925

Zdroj: Vlastní zpracování autora práce

4.6 Ocenění podniku Alfa

Předběžně byl podnik Alfa oceněn na základě analýzy a predikce základních generátorů hodnoty. Nyní následuje propočet hodnoty pomocí DCF popsané v kapitole 2.5. Na úvod je určena hodnota vlastního kapitálu na bázi historických cen.

4.6.1 Účetní hodnota

Ačkoli tato majetková metoda ocenění není příliš přesná (vychází se pouze z historických cen, bez zohlednění tržních podmínek), lze ji považovat za výchozí. Je-li za hodnotu podniku považována hodnota jeho vlastního kapitálu, potom je účetní hodnota určena takto:

4.12 Účetní hodnota podniku Alfa

Rok	2011	2012	2013	2014	2015
Účetní hodnota aktiv	638 782	618 396	629 523	424 949	431 815
Účetní hodnota závazků a dluhů	542 405	510 202	534 102	334 586	331 319
Hodnota vlastního kapitálu	96 377	108 194	95 421	90 363	100 496

Zdroj: Vlastní zpracování autora práce

Hodnota vlastního kapitálu se v letech 2011 až 2015 pohybuje kolem 100 mil. Kč a je tvořena povětšinou základním kapitálem. K datu ocenění tedy počítáme s účetní hodnotou podniku cca 100,5 mil. Kč. Tato hodnota může být využita pro porovnání hodnot stanovených výnosovými metodami. U perspektivního podniku by měla být účetní hodnota vlastního kapitálu nižší než hodnota výnosová.

4.6.2 Náklady kapitálu

K výpočtu výnosové hodnoty podniku Alfa je potřeba nejprve určit náklady kapitálu. Pro je pro metodu DCF jsou stanoveny jako průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) dle vzorce (2.8) a jejich propočet se nachází v příloze 7 (tabulka 1). **Náklady na cizí kapitálu** představují podíl nákladových úroků na bankovních úvěrech. Jsou stanoveny na **3,48 %**. **Náklad vlastního kapitálu** byl určen na základě stavebnicové metody, konkrétně jako součet výnosnosti bezrizikového cenného papíru (státních dluhopisů) a přírážky za riziko. Z nabídky obchodovaných státních dluhopisů vyly v rámci metody DCF použity dva státní dluhopisy, o kterých jsou k datu ocenění k dispozici tyto údaje (dle Patria Online):

	Cena nákup	Y-T-M nákup
ST. DLUHOPIS 0,25/27	92,99	1,004
ST. DLUHOPIS 4,85/57	162,95	2,404

kde Y-T-M je výnos do splatnosti.

K bezrizikové sazbě se připočítá riziková přírážka, určená na základě přiřazení podniku Alfa do jedné z kategorií podniků dle vybraných charakteristik (viz tabulku 2 přílohy 7). Podnik Alfa nejvíce odpovídá kategorii 2, kde rozpětí rizikových přírážek je od 11 do 15 %. Výše rizikové přírážky byla stanovena na 11 %. Taková výše na jednu stranu dostatečně reflektuje minulý nestabilní vývoj tržeb, které byly velmi citlivé na změny některých tržních charakteristik (zejména cen ocelářských výrobků). Naopak proti změnám měnových kurzů je podnik již zajištěn, a také vzhledem ke stabilnímu odbytu v minulosti byla riziková přírážka zvolena na dolní hranici rozpětí pro danou kategorii. Celkové náklady vlastního kapitálu pro první fázi tedy činí 12,004 % a pro druhou fázi 13,304 %. K datu ocenění činil cizí kapitál 69 % celkového investovaného kapitálu, kdežto vlastní kapitál pouze 31 %. Po dosazení do vzorce pro WACC jsou potom **průměrné náklady celkového kapitálu 6,14 %** pro první fázi, a **6,56 %** pro druhou fázi výnosového ocenění.

4.6.3 Ocenění podniku Alfa na metodou diskontovaného cash flow

Metodou DCF bude podnik Alfa oceněn na základě analýzy jeho výnosů. Základem je zjistit peněžní toky, které bude podnik v budoucnu generovat. Metody diskontovaných peněžních toků zahrnují několik variant lišících se postupem výpočtu. Zde bude použita metoda **DCF entity**, kde se počítá s peněžními toky pro vlastníky i pro věřitele. Na základě výsledků analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu je možné předpokládat, že podnik Alfa bude existovat nekonečně dlouhou dobu, a proto lze určit jeho výnosovou hodnotu pomocí dvoufázové metody. Délka první fáze, pro kterou jsou predikovány peněžní toky, je 4 roky. V rámci druhé fáze, která je obdobím od konce první fáze do nekonečna, se stanoví takzvaná pokračující hodnota. Výpočet volných diskontovaných peněžních toků je uveden v tabulky 1 přílohy 7.

V první fázi je pro stanovení bezrizikové úrokové míry R_f použita výnosnost státního dluhopisu splatného k roku 2017, pro druhou fázi pak výnosnost dluhopisu s nejdelší splatností, tedy se splatností do roku 2057. Riziková přírážka je pro obě fáze stejná (11 %). Hodnota první fáze je tvořena sumou diskontovaných volných peněžních toků. Ve druhé fázi se již počítá se stabilním tempem růstu podnikových tržeb ve výši 1,3 %. Celková hodnota podniku Alfa je 331 624 tis. Kč. Jedná se ovšem o brutto hodnotu, která není vypovídající o tvorbě hodnoty pro vlastníky.

Výnosová hodnota vlastního kapitálu je zjištěna teprve až snížením celkové hodnoty o úročený cizí kapitál (bankovní úvěry) k datu ocenění. Hodnota těchto dluhů činila 222 205 tis. Kč. Na závěr byla k zjištěné hodnotě vlastního kapitálu přičtena hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění. Těmito aktivy jsou umělecká díla v hodnotě 143 tis. Kč, výsledná hodnota vlastního kapitálu jimi není v podstatě ovlivněna. Výnosová hodnota vlastního kapitálu (hodnota netto) činí u podniku Alfa **109 562 tis. Kč**. Je vyšší než účetní hodnota vlastního kapitálu, což je známkou prosperujícího podniku, který generuje hodnotu i pro vlastníky. Na druhou stranu není rozdíl mezi brutto a netto hodnotou příliš velký.

Tabulka 4.13 Výsledky ocenění prostřednictvím metody DCF entity

Položka	2016	2017	2018	2019
Volný peněžní tok (FCF)	-1 106	5 172	22 161	20 812
Odúročitel	0,9422	0,8876	0,8363	0,7277
Volný diskontovaný peněžní tok (DFCF)	-1 042	4 591	18 533	15 145
Hodnota 1. fáze ocenění (suma DFCF)	37226			
Hodnota 2. fáze ocenění (pokračující hodnota)	294398			
Celková hodnota podniku	331 624			
Hodnota vlastního kapitálu	109 562			

Zdroj: Vlastní zpracování autora práce

Dosud platil předpoklad, že roční tempo růstu tržeb (g) bude v nekonečně dlouhém období trvání podniku činit 1,35 % (určeno na základě strategické analýzy). Skutečné tempo růstu tržeb se však v budoucnu může vyvíjet různě, a proto je vhodné metodu DCF doplnit o analýzu citlivosti hodnoty vlastního kapitálu podniku Alfa na změny této veličiny. Jak se vyvíjejí jednotlivé hladiny hodnoty podniku v závislosti na změně tempa růstu tržeb v rozpětí od -5 % do +5, % je zobrazeno v tabulce 4.13. Je zřejmé, že mnohem citlivější je hodnota Alfa (ať brutto nebo netto) na zvýšení g, než na jejich snížení. Pokud tržby porostou ročně o 5 %, hodnota podniku vzroste o více než 650 % oproti základnímu ocenění. Budou-li tržby podniku růst tempem -5 %, potom se hodnota podniku sníží „pouze“ o 155 %. Hodnota podniku Alfa se tedy s růstem g zvyšuje exponenciálně. Ještě zřetelněji to lze spatřit v grafu 1 přílohy 13. Pokud by tempo g zůstalo nulové, hodnota vlastního kapitálu by činila pouze 45 898 tis. Kč, tedy hluboko pod úroveň účetního vlastního kapitálu. Je potřeba více než 1% růstu tržeb, aby výnosová hodnota netto převýšila hodnotu účetní.

Tabulka 4.14 Citlivost hodnoty podniku Alfa na změnu ročního tempa růstu tržeb

g	PH (v tis. Kč)	SH (PH) (v tis. Kč)	Hodnota podniku brutto (v tis. Kč)	Hodnota VK (v tis. Kč)	Odchylka od hodnoty pro g = 1,35 % (v tis. Kč)	Odchylka od hodnoty pro g = 1,35 % (v %)
-5%	170 979	124 421	161 647	-60 415	-169 977	-155,1%
-4%	189 134	137 632	174 859	-47 203	-156 766	-143,1%
-3%	211 086	153 607	190 833	-31 229	-140 791	-128,5%
-2%	238 165	173 312	210 538	-11 524	-121 086	-110,5%
-1%	272 404	198 227	235 453	13 391	-96 171	-87,8%
0%	317 075	230 734	267 960	45 898	-63 664	-58,1%
1%	377 803	274 926	312 152	90 090	-19 472	-17,8%
2%	465 145	338 484	375 710	153 648	44 086	40,2%
3%	601 500	437 709	474 936	252 874	143 311	130,8%
4%	844 223	614 337	651 563	429 501	319 939	292,0%
5%	1 397 353	1 016 847	1 054 074	832 012	722 449	659,4%

Zdroj: Vlastní zpracování autora práce

5 Závěr

Oceňování je komplexním problémem, se kterým se dnes lze setkat stále častěji. Velmi aktuálním tématem se stává v důsledku rozšiřování a propojování světových trhů a s tím spojeným nárůstem intenzity celosvětové konkurence.

Cílem této diplomové práce bylo stanovit objektivizovanou hodnotu podniku Alfa. K tomu byla použita výnosová metoda DCF entity. Samotnému výpočtu předcházela analýza vnějšího a vnitřního potenciálu. Dle analýzy trhu se jako největší hrozba projevují výkyvy cen na trhu s ocelářskými výrobky a legislativní hrozby. Na druhé straně se objevuje příležitost ve formě ukončení intervencí České národní banky. Ta se však vzhledem k nepředvídatelnému vývoji může obrátit v další hrozbu.

Na základě finanční analýzy, a především závěrečným bankrotním modelem, lze předpokládat, že budoucnost podniku Alfa není systematicky ohrožena. Dle indexu IN95 se sice podnik řadí do šedé zóny, ale tyto výsledky byly ovlivněny negativním vývojem měnových kurzů, na které nebyl podnik Alfa připraven. Nyní již je proti této hrozbě pojištěn, a proto je velmi pravděpodobné, že v následujících letech bude náležet k bonitním podnikům i dle bankrotních modelů.

Účetní hodnota podniku Alfa činí 100 496 tis. Kč. Skutečná hodnota vlastního kapitálu je však vyšší. Dle metody DCF entity byla odhadnuta na ani 109 000 tis. Kč. Je třeba vzít v úvahu, že k výpočtu takové hodnoty byl předpokládán stabilizovaný růst tržeb ve výši 1,3 %. Tento předpoklad se však nemusí naplnit, a proto byla na závěr vytvořena analýza citlivosti vypočtené hodnoty podniku na změnu růstu tržeb. Tou bylo prokázáno, že hodnota podniku je citlivější na zvyšování tempa růstu tržeb než na jeho snižování. Pokud má podnik Alfa tvořit hodnotu i pro vlastníky, měl by být meziroční růst jeho tržeb alespoň ve výši zhruba 1,3 %. Pokud tempo růstu klesne na nulu, potom činí výnosová hodnota jeho vlastního kapitálu necelou polovinu jeho hodnoty účetní. Také je třeba vzít v úvahu, že model DCF je velmi citlivý na stanovení výše nákladů kapitálu, přitom ta je do jisté míry vždy spíše odhadnuta, přestože existují metody pro její propočet na základě různých ukazatelů.

Seznam použité literatury

Odborné knihy

1. COPELAND, Thomas E., KOLLER, Tim a MURRIN, Jack. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 3rd ed. New York: Wiley, ©2000. xvi, 490 s. Wiley finance series. ISBN 0-471-36190-9.
2. DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
3. KAŠÍK, Josef a Jiří FRANEK. *Základy podnikové diagnostiky*. Ostrava: VŠB-TU Ostrava, 2015. ISBN 978-80-248-3888-5.
4. KOZIEŁ, Michal. *Právní předpisy v podnikání*. Ostrava: VŠB-TU Ostrava, 2014. ISBN 978-80-248-3606-5.
5. KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 261 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.
6. MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
7. MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. Vyd. 1. [Praha]: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
8. PEEMÖLLER, Volker, H. *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung: Grundlagen und Methoden. Bewertungsverfahren. Besonderheiten bei der Bewertung*. 6. Auflage. KG, Herne: NWB Verlag GmbH & Co., 2015. 1498 s. ISBN 978-3-482-51186-8.
9. VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. 246 s. Finanční řízení. Finance. ISBN 978-80-247-3647-1.

Elektronické dokumenty

10. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. ČNB: *ČNB ukončila kurzový závazek*. [online]. ČNB [6.4.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2017/20170406_meno_ve_rozhodnuti.html
11. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSÚ: *Hlavní makroekonomické ukazatele*. [online]. 1. 3. 2017. [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr
12. INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. IVSC: *IVSC launches new global standards for valuation profession* [online]. IVSC [27. 1. 2017]. Dostupné z: <https://www.ivsc.org/news/article/ivsc-launches-new-global-standards-for-valuation-profession>
13. MINISTERSTVO PRÁCE A SOCIÁLNÍCH VĚCÍ. MPSV: *Prognóza vybraných makroekonomických ukazatelů*. [online]. 2017 [cit. 2017-04-08]. Dostupné z: <http://www.mpsv.cz/cs/869>
14. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. MPO: *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2014*. [online]. 2014 [cit. 2017-03-1]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/assets/dokumenty/53512/61048/636522/priloha002.pdf>
1. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. MPO: *Predikce vývoje českého ocelářského průmyslu na období 2014 – 2017*. [online]. 12. 6. 2014 [cit. 2017-02-27]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument150100.html>
2. PATRIA ONLINE: *Dluhopisy online*. [online]. 2017 [cit. 2017-04-17]. Dostupné na: <https://www.patria.cz/kurzy/online/govcz/dluhopisy.html>
3. STŘEDNÍ PRŮMYSLOVÁ ŠKOLA, OSTRAVA – VÍTKOVICE. SPS-VÍTKOVICE: *Výroba surového železa, oceli, litiny*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: http://www.sps-vitkovice.cz/texty/texty/ZAV/ZAV1-Technicke_materialy_Vyroba_zeleza.pdf

Ostatní zdroje

4. Výroční zprávy podniku Alfa
5. Výroční zprávy podniku Beta
6. Webové stránky podniku Alfa

Seznam zkratek

ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČSÚ	Český statistický úřad
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
kWC	Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu
kDMn	Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku
FCF	Volné peněžní toky
FCFF	Volné peněžní toky pro firmu
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
OP	Opravná položka
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne...21.4.2017.....

.....Klára Pelová.....

Jméno a příjmení studenta

Seznam příloh

Příloha 1: Podklady pro analýzu vnitřního potenciálu podniku Alfa

Příloha 2: Podklady pro analýzu vnějšího potenciálu podniku Alfa

Příloha 3: Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Příloha 4: Finanční plán

Příloha 5: Náklady kapitálu